

• 证券研究报告 •

日本经济回顾及展望 (1945-2024)

证券分析师: 王茂宇 A0230521120001 王胜 A0230511060001
2024.07.16



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

- 以史为鉴，可以知兴替。研究日本经济有两大意义，其一是判断日本经济、汇率未来趋势，其二是从日本角度观察我国未来可能的政策选择。我们在此篇报告从历史角度对日本经济发展经验、前景、启示进行分析。
- **1945-1990：日本战后经济复兴的产业格局转变。** 1) 1945-1960：轻工业恢复至战前，“倾斜生产方式”助力重工业起步。2) 1960-1970：重工业发展进入全盛期，驱动经济高增。3) 1970-1980：石油危机推动日本产业“集约化”转型。4) 1980-1990：“科技立国”战略将产业结构转向高新技术。5) 小结：日本战后45年经济高增的根本驱动力来自于连续的产业升级，从纺织业——重化工业——集约化汽车、机械——知识创新密集型电气机械，这指向日本在90年代之前远超美国的劳动生产率增速（资本积累+技术进步），但这一趋势被资产负债表衰退所打破。
- **1990-2013：日本如何应对资产负债表衰退？** 日本在应对资产负债表衰退中主要有三方面失误：1) 货币政策在80年代末期过快转向，地产监管政策急剧收紧使得资产泡沫被戳破。2) 政府在危机初期对于企业援助力度较低，反而继续通过“护送船队”模式着重于对冲、分散、转移、掩盖金融风险，日本在1998年开始才积极处理不良债权问题。3) 财政政策进退失据，采取增加消费税的方式为社保融资，反而导致日本消费中枢下移，打断了从收入分配公平到消费传导链条。同时，在老龄化日益严重后，日本财政难以提升研发投入，使得日本产业升级陷入停滞。**中日资产负债表衰退对比：日本资产负债表衰退更多呈现在企业端持有的土地资产，而我国企业负向财富效应较小。从政策手段来看，日本地产调控是压制需求，但我国本轮地产调控是收缩供给。从政策结果来看，我国更多是供给超调，潜在需求仍然存在，不同于日本资产负债表衰退后需求坍塌。**
- **2013-2020：安倍“三支箭”政策的成色。** 1) 日央行超宽松政策促进贬值，但刺激信贷效果一般。2) 安倍“灵活”的财政政策将企业作为重心，为企业减税；3) 结构性改革优化劳动力、资本流入、企业治理。从结果上看，日本企业基本面（利润、现金）改善显著，2016年后企业部门重新开始上杠杆。政策支持+日元贬值推动日本企业出海，但结构转变为非制造业为主。
- **2020-至今：日本走出通缩了吗？日央行对日本走出通缩的宏观传导逻辑演绎：**日央行前期持续的宽松政策（QQE+YCC）压低日本国债利率，拉大美日利差，进而使得日元主动贬值，并结合疫后海外大宗商品价格飙涨，形成输入性通胀。再进一步叠加日本居民超额储蓄释放、劳动力市场紧张、岸田政府支持企业涨薪、企业盈利改善等因素，使得居民获得超出通胀幅度的涨薪。居民实际收入、消费由此改善，同时**用工成本上升促使企业增加投资，改善生产率，企业盈利水平改善，最终在未来实现实际工资的持续增长（持续涨薪），并形成日本国内薪资和通胀的良性螺旋。**

- **日本“工资-通胀”良性循环能否持续，企业利润、投资将是关键。** 日本经济为何在90年代之后陷入停滞？这实际上是一个复杂的多元问题，从日本劳动生产率增速结构入手，我们能够发现日本长期经济增速存在“三座大山”，即人口（老龄化）、资本（资产负债表衰退）、全要素生产率（政府研发投入空间受限）。日本走出通缩的经济良性循环并不是光靠涨薪、居民消费恢复就能够长期维持的，后续还需关注日本企业投资、利润是否持续改善，以及企业能否将资金投入创新型研发投入，这是能够在未来持续保障日本居民涨薪的根本性前提。在日本经济“内循环”的带动下，日本企业需同时承担起创新型研发投入以及设备/厂房投资的角色，才能使得日本制造业在全球向上攀登价值链，不然日本未来仍有可能再度陷入可贸易品部门生产率/竞争力相对弱化——实际汇率贬值、居民实际收入及消费弱势的循环（逆向巴萨效应）。
- **下半年日本经济势头向上，消费、出口或均改善，下半年日央行加息、购债Taper开启。** 日本今年居民涨薪超预期，后续日本居民实际消费大概率向上恢复，下半年将成为日本经济支撑，叠加日本工业生产在下半年改善（车企停工因素改善+海外电子需求+内需恢复），虽然2024年日本实际GDP经济增速大概率低于1%，但将更为显著的体现出“前低后高”的状态。随着日本核心CPI同比在2024年下半年见底，我们预计日央行下半年或加息1-2次，同时开启购债Taper，这将一定程度上推升日本10Y国债利率，但由于日本政府债务规模庞大，日央行或更倾向于推动利率渐次、温和上升，同时日元在经济基本面恢复的支撑下也将积累更多升值动力。
- **启示：财产性收入、出海、延迟退休、政府研发投入等。** 1) 改善居民工资（企业涨薪）、财产收入（存款转化为投资）是日本政府提振居民收入的重心；2) 根据日本80年代经验，政府对于高新技术的研发支持有极其重要的作用。3) 日本逐步推进老龄化政策是我国的“他山之石”。4) 我国出海投资市场广阔，配套支持政策可借鉴日本。
- **风险提示：美国经济走弱超预期，日央行紧缩超预期，日本企业投资走弱。**

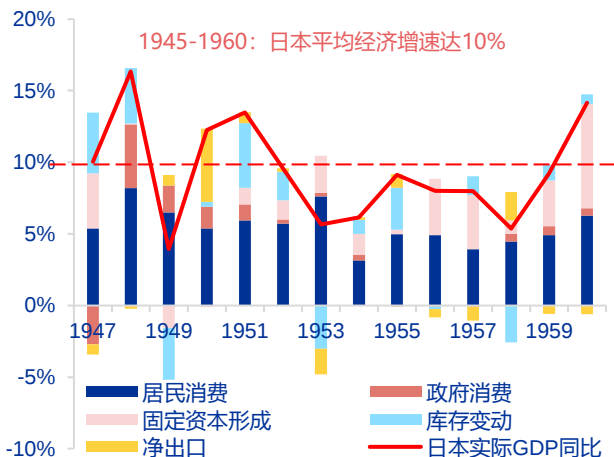
日本经济回顾及展望（1945-2024）

1. 1945-1990：日本战后经济复兴的产业格局转变
2. 1990-2013：日本如何应对资产负债表衰退？
3. 2013-2020：安倍“三支箭”政策的成色
4. 2020-至今：日本走出通缩了吗？
5. 启示：财产性收入、出海、延迟退休、政府研发投入等

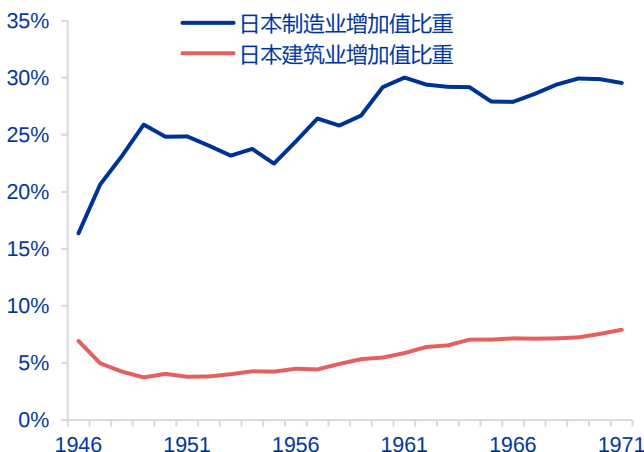
助力重工业起步

- **产业政策：一是大力恢复受战争破坏较小的轻工业，另一方面开始发展钢铁、煤炭等重工业。**1947-1949年日本对钢铁煤炭等基础工业实行“倾斜式生产方式”，补贴产品市场价低于成本的重点行业，同时1947年1月日本政府成立复兴金融金库，对煤炭、钢铁、电力、化肥等产业部门提供了大量贷款。1950年代日本政府陆续建立、推行了《企业合理化促进法》、《钢铁合理化计划》、《煤炭合理化计划》、《电力开发计划》等，促进重工业发展。
- **经济：轻工业仍是战后15年日本经济恢复的主驱动力。**战后十年日本产业结构仍以轻工业为主，1951年日本商品出口中有45%为纺织品，回到了1937年比重水平,1960年虽下滑至30%，但其水平仍高于快速提升的机械和钢铁制品。在日本产业政策引导以及朝鲜战争爆发所带来的工业订单刺激下，日本制造业占GDP比重从1946年的16.3%提升至1960年接近30%的水平，战后15年间日本实际GDP增速平均接近10%，1956年工业产出已经接近1937年的两倍，使得日本经济出现神武景气（1955-1957年）。

日本实际GDP增速



日本制造业在46-50年间恢复极快



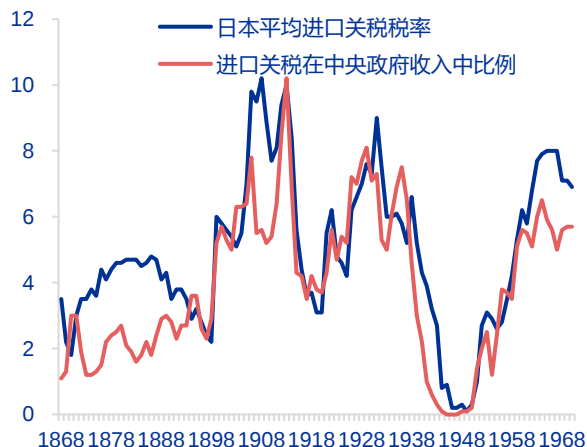
复兴金融金库融资额/
全部金融机构融资额（截至1949年3月）

产业 (%)	设备资金	运转资金	总体
采煤工业	98.1	41.7	70.4
钢铁工业	73.4	8.4	16.8
肥料工业	64	17.3	37.4
电力工业	92.7	67.5	88.1
海运工业	84	3.1	64.3
纺织工业	44.9	0.3	7.1
所有产业	84.5	16.1	44

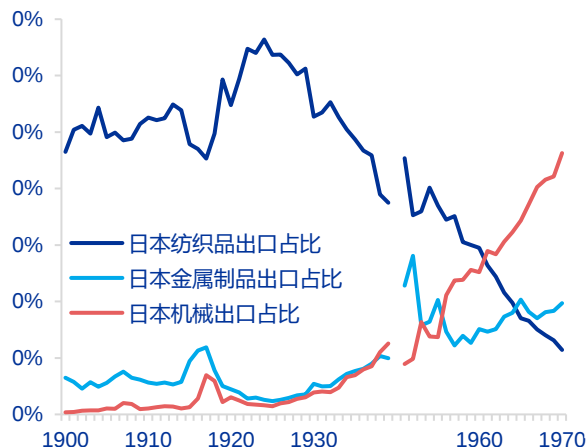
1. 1960-1970：重工业发展进入全盛期

- **产业政策：产业结构致力于调整为以重工业为中心。**1960 年，日本政府推出了“国民收入倍增计划”推动产业结构升级，将贸易立国确定为基本国策。1963 年，日本政府发表《关于产业结构的长期展望》，把重化学工业作为产业结构高级化的核心方向。金融方面，日本政府对重点发展的工业（钢铁、电力运输等）实行低息贷款，并设立专项资金引入先进技术（汽车、石化、飞机制造等）。贸易政策上，日本实行进口保护政策，1960-1970年平均进口关税税率达到7.2%，前十五年平均仅2.1%。
- **财政政策：维持较低税收水平，**重点对所得税、地方税实行减税，促进储蓄增长，加速资本积累。
- **货币政策：逐步降息，**日本央行贴现率（Discount rate）从1960年的7%逐步下调至1970年的6%。
- **经济：重工业推动经济平均增速达10%。**至70年代末，日本产业部门已经趋于全面，1960-1970年，名义制造业增加值结构中纺织品部门占比下降4%，而石油煤炭（+2%）、基本金属（+2%）、金属制品（+1%）、一般机械（+3%）、电气机械（+5%）、运输机械（+3%）行业占比均实现提升。日本1970年出口结构中，纺织品占比已经下降至11.4%，而化学品、钢铁制品、机械比重分别提升至9.8%、19.7%、46.3%。这十年日本经济增速平均达到10%，迎来三大景气时期：岩户景气（1958~1961年）、奥运景气（1962~1964年）和伊奘诺景气（1965~1970年），1968年成为仅次于美国的世界第二大经济体。

日本采取进口保护的关税策略（%）



日本出口商品占比变化



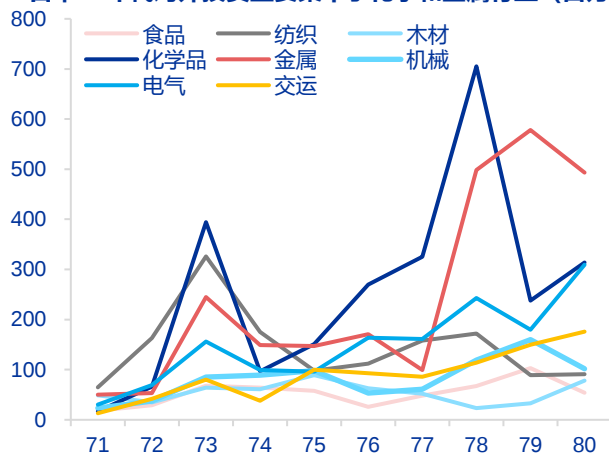
日本高速增长期的减税构成（负值代表增税，10亿日元）

年份	所得税	法人所得 税	其他直接 税	间接税	地方税	合计
1960	0	0	0	-7	12	5
1961	56	40	0	-19	13	90
1962	50	1	2	62	40	156
1963	67	-13	0	-4	18	68
1964	75	59	5	-19	56	174
1965	65	57	1	-7	9	124
1966	158	99	15	39	53	364
1967	93	30	3	-32	19	113
1968	125	0	0	-57	21	89
1969	183	-2	0	4	95	276
1970	289	-75	0	-8	97	302
合计	1161	196	26	-48	433	1761

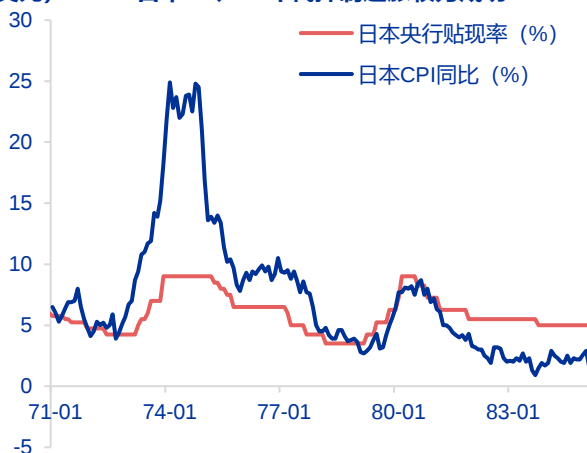
1. 1970-1980：石油危机推动日本产业“集约化”转型

- **产业政策：**石油危机迫使日本产业向“集约化”进行转型，日本政府将技术密集型行业，包括汽车、机械、半导体作为主导产业，将资源密集型的钢铁、化学工业向亚洲国家进行转移。1971年，日本提出《70年代通商产业政策构想》，确定“以知识密集型产业”为重点发展方向，重点扶持电子计算机、集成电路、飞机制造、信息产业等。具体措施上，日本政府对高耗能产业和过剩产能进行“减量经营”，1978年制定《特定萧条产业安定临时措施法》等法律，是为日本供给侧改革。为推进高端技术产业的发展，日本通过多项法律，政策重点支持机械、电子、软件开发三大行业。
- **财政+货币政策：**从货币财政双宽松到双紧缩的转变，成功抑制通胀。1971年布雷顿森林体系崩溃导致日元大幅升值，1973年之前日本政府采取货币财政双宽松的政策，一方面继续降息，另一方面启动“列岛改造计划”，大兴基建。但是，石油危机的到来导致货币财政转为紧缩，财政紧缩预算，日央行强化“窗口指导”，使得日本CPI通胀于1978年回落至3.8%。
- **经济：**日本汽车、家电、电子替代钢铁、石油成为支柱产业。1970-1980年，日本石油煤炭、非金属矿物产品、加工金属制品、打印出版在实际制造业增加值中的比重分别下降了7.2%、1.6%、1.1%、3.3%个百分点，而电气机械、交运设备、一般机械占比则分别提升5.2%、2.4%、2.0%个百分点。

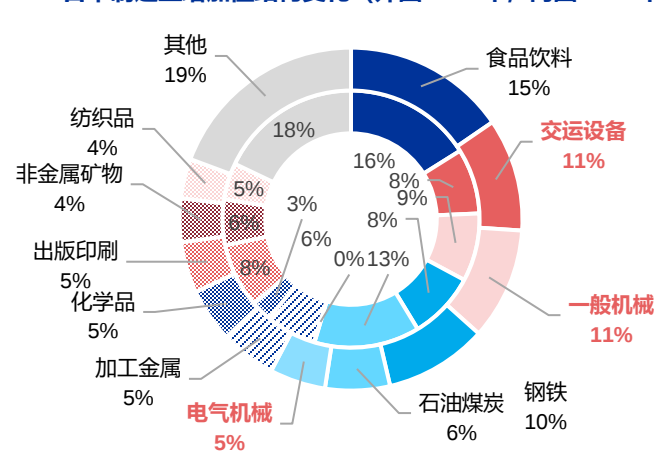
日本70年代对外投资主要集中于化学和金属行业（百万美元）



日本70、80年代抑制通胀较为成功



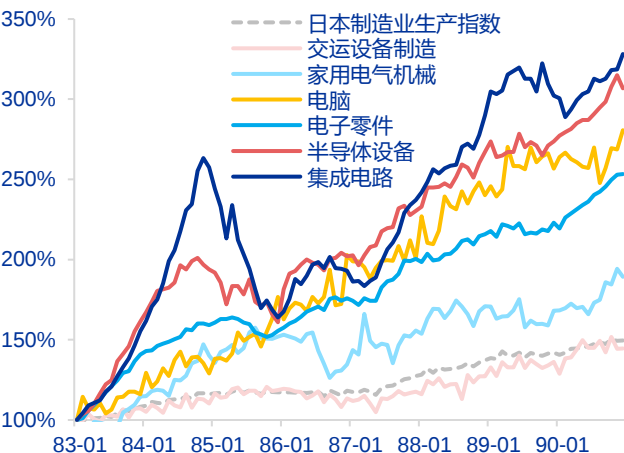
日本制造业增加值结构变化（外圈1980年，内圈1970年）



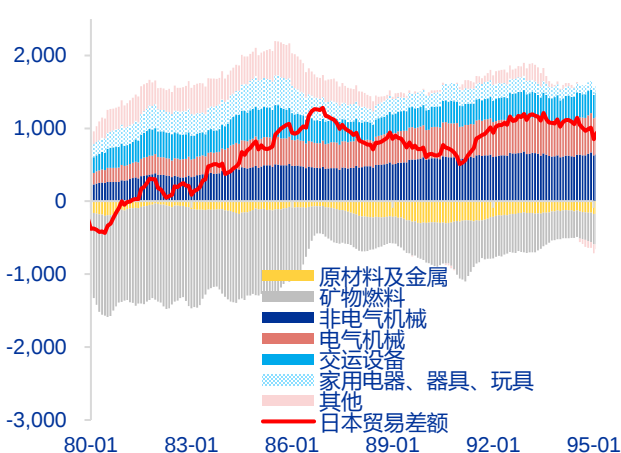
1. 1980-1990：“科技立国”战略将产业结构转向高新技术

- **产业政策：从引进技术到研发技术。**1980年，日本通产省发布了《80年代通商产业政策展望》，将产业结构由“引进型知识密集化”向“创造型知识密集化”发展，1980年10月，日本科学技术厅公布的《科技白皮书》中再次明确提出了“科技立国”战略，具体政策包括建立促进开发投资的税收制度、开展技术开发合作、建立企业、大学、政府三位一体的“流动科研体制”等，产业重心转向半导体产业等高新技术产业。日本政府1986年5月发表了“面向21世纪产业社会长期设想”，提出以对外实现“国际水平分工”和对内实现“知识融合化”分产业结构新发展方向，具体一是刺激国内需求，推进“内需扩大主导型”战略；二是鼓励对外投资；三是充实社会公共投资，提高福利水平。
- **财政+货币政策：财政、货币宽松配合金融自由化引发泡沫。**1) **扩张的财政政策。**《广场协议》签订后日本政府为了应对日元升值的紧缩效应和逐渐激化的贸易摩擦形势，提出了“扩大内需”的新政策，鼓励民间投资和刺激社会消费，具体措施包括推行地方公债修筑公共设施；促进企业提高工资等，带来了54个月的经济增长期“平成景气”。2) **宽松的货币政策。**为抵御日元升值影响，日本实行低利率政策，金融自由化国际化进程加快导致国外游资涌入日本金融市场，过剩的货币流入地产市场，促进泡沫经济的形成。
- **经济方面：电子产业链成为日本制造业中流砥柱。**制造业增加值结构方面，80年代日本纺织、石油煤炭、钢铁行业占比继续下降，而提升最明显的则是电气机械（+10.7%），成为日本制造业结构中占比最大的行业。这一点从工业生产指数可以观察的更为细致，80年代日本集成电路、半导体、电脑等电子产业链相关产出增长基本在250%以上。

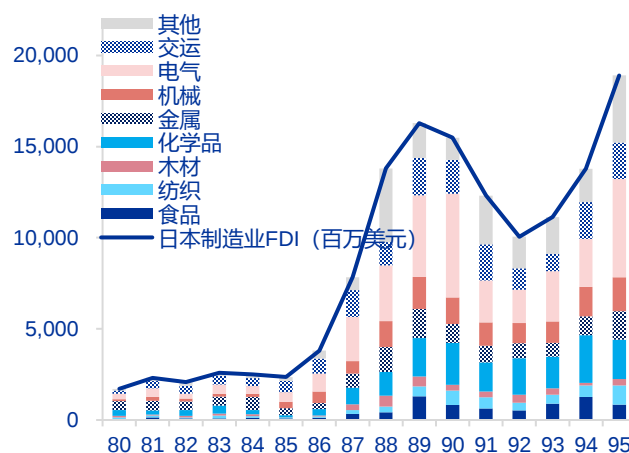
80年代日本集成电路、半导体、电脑相关产品
生产大幅扩张（1983年1月=100%）



日本贸易差额结构 (JPY bn)：80年代形成了家用
电器、电气机械、传统机械、交通运输设备四大核心竞争力产业



随着日元升值，日本企业开始大规模对外投资，
主要集中在电气、机械等具备全球竞争优势的产业领域

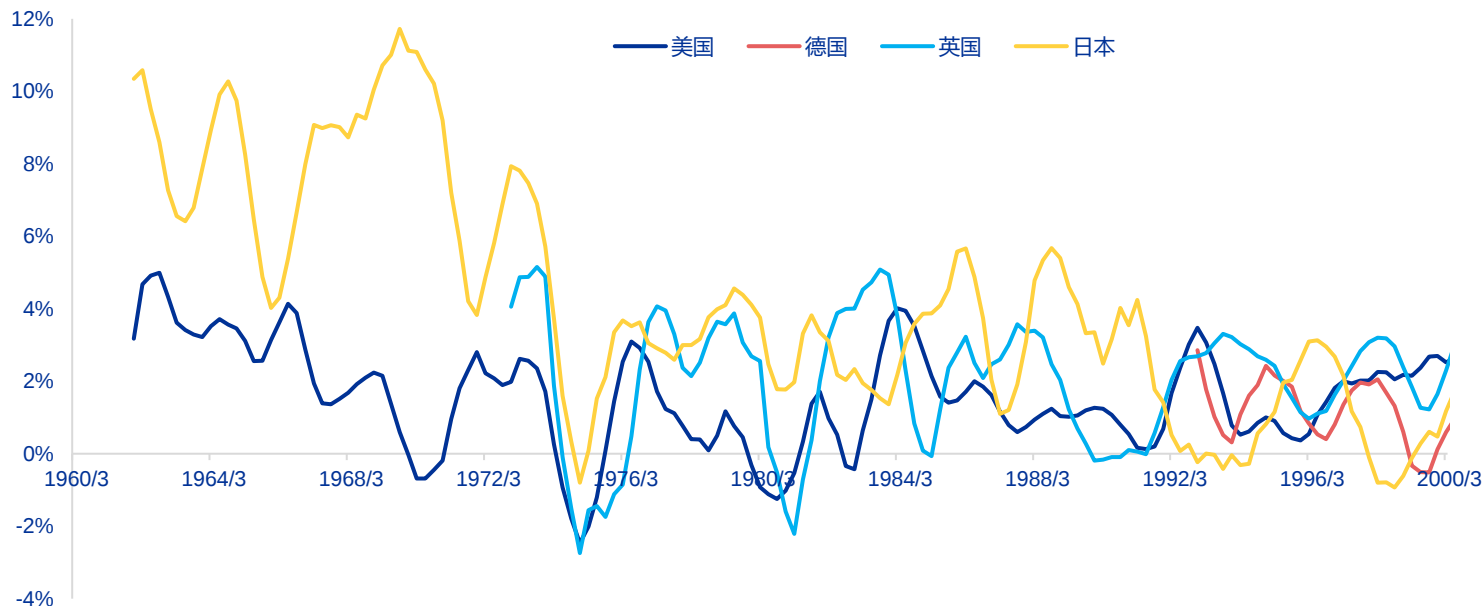


1. 小结：产业链持续高级化是日本战后45年经济高增的关键

■ 总结日本战后45年，其经济高增的根本驱动力来自于连续的产业升级，从纺织业——重化工业——集约化汽车、机械——知识创新密集型电气机械，这指向日本在90年代之前远超美国的劳动生产率增速（资本积累+技术进步），但这一趋势被资产负债表衰退所打破。



日本在90年代之前劳动生产率增速远远高于海外发达经济体（同比，4QMA）

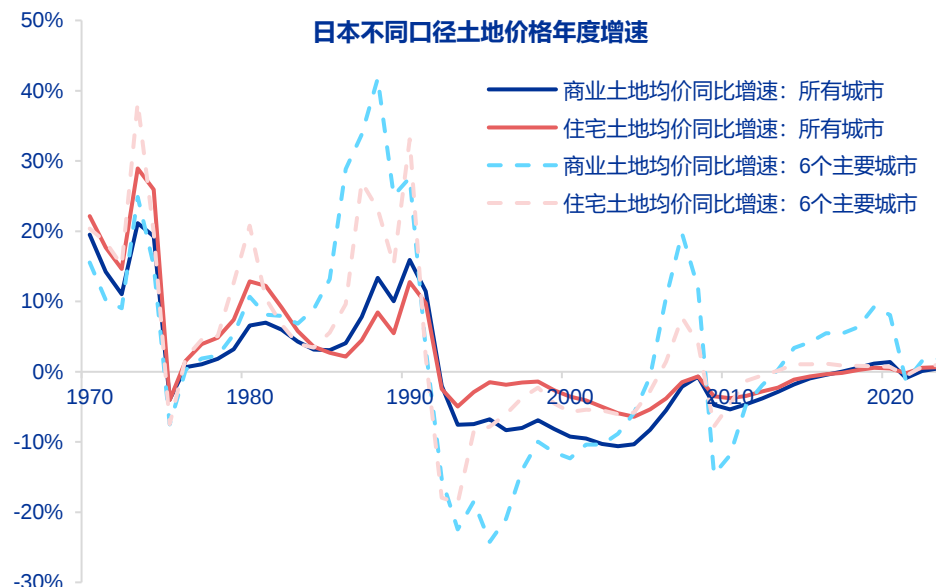
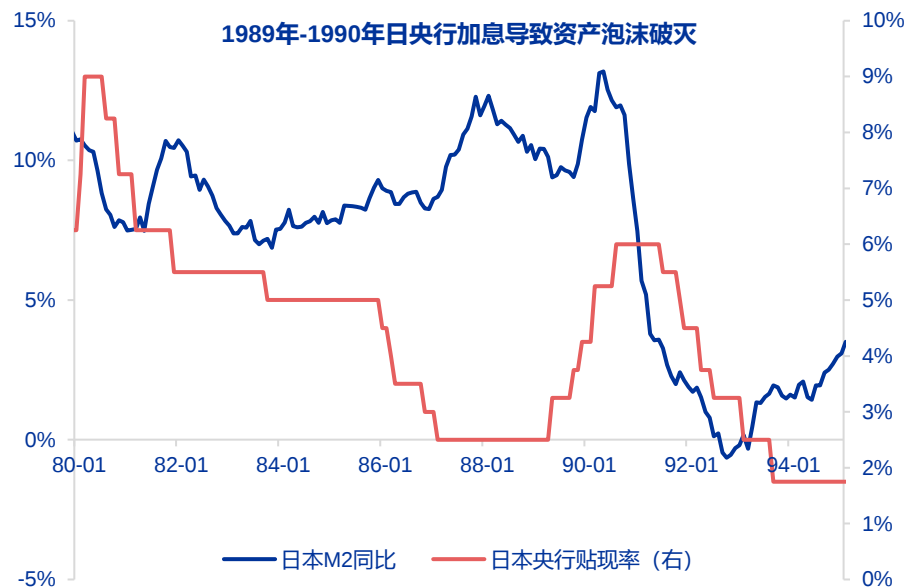
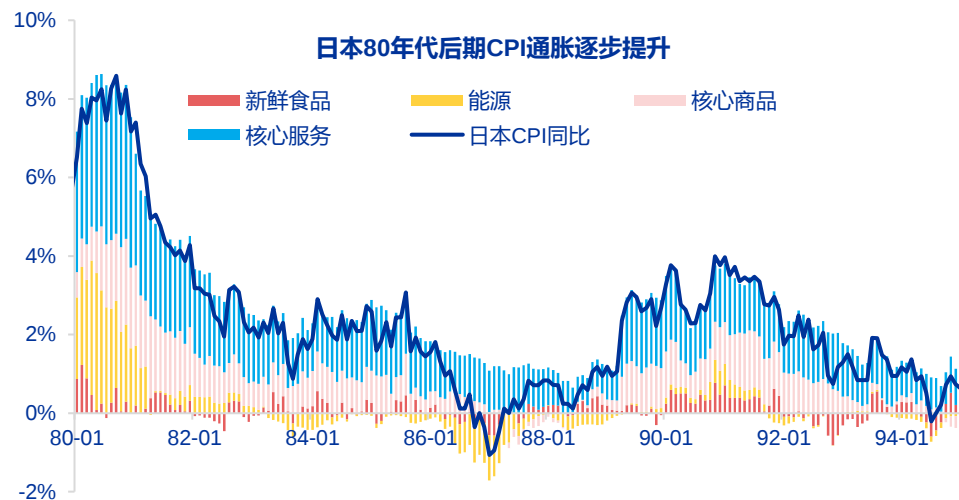


日本经济回顾及展望（1945-2024）

1. 1945-1990：日本战后经济复兴的产业格局转变
2. 1990-2013：日本如何应对资产负债表衰退？
3. 2013-2020：安倍“三支箭”政策的成色
4. 2020-至今：日本走出通缩了吗？
5. 启示：财产性收入、出海、延迟退休、政府研发投入等

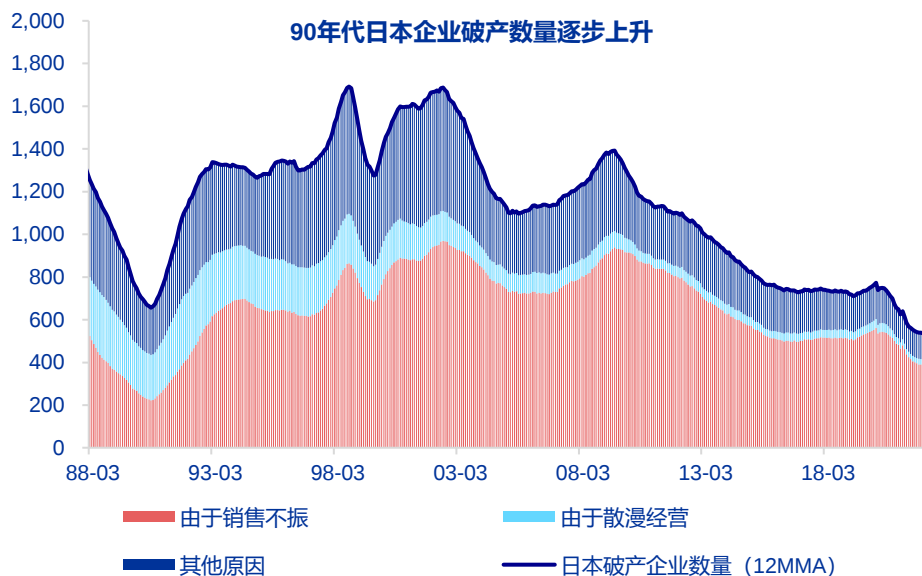
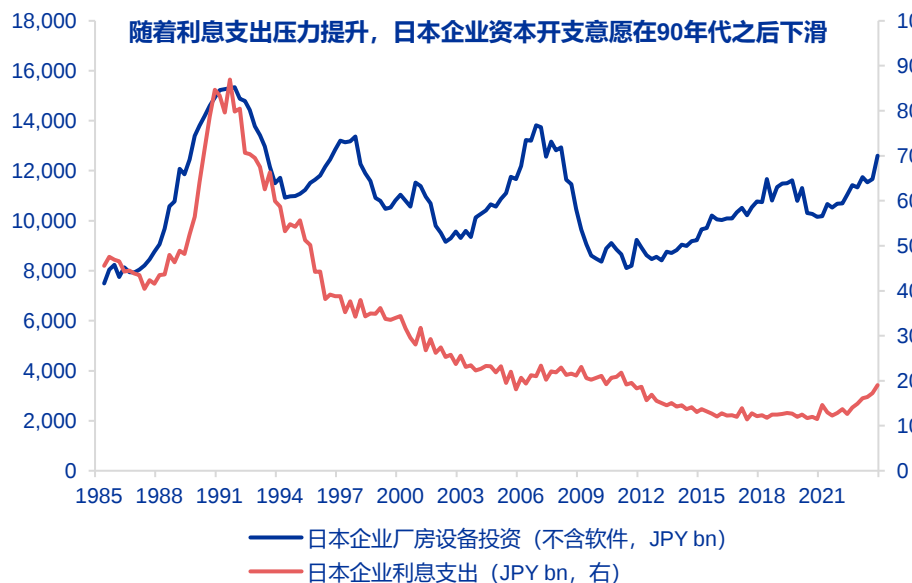
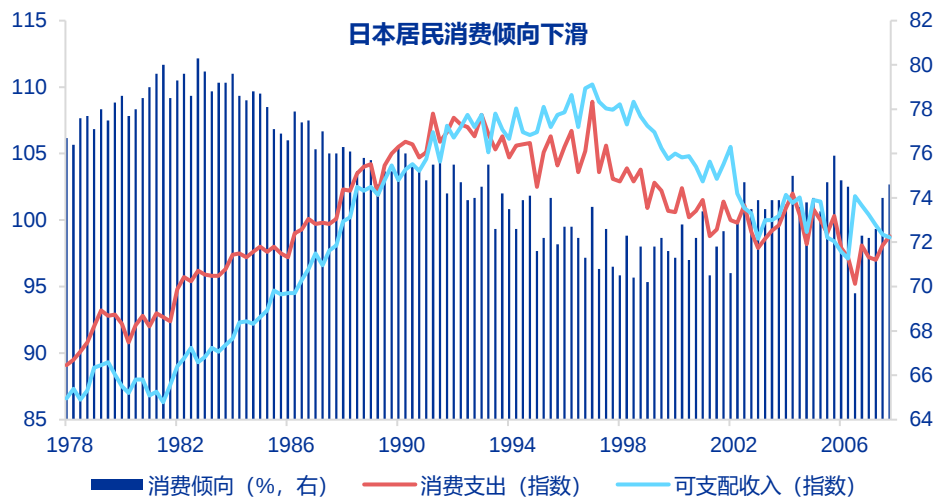
2. 日央行加息+地产政策收紧戳破泡沫

- **为抑制通胀及资产泡沫，日央行80年代末转向加息，戳破股市泡沫。**从1989年5月起，日本央行在15个月里加息五次，将官方贴现率从2.5%提高到6%的水平。快速加息直接导致了日本股市在1989年12月29日见顶，当日日经225指数触及了38957点的历史新高。
- **地产监管政策收紧，地价上涨被打破。**1990年3月，日本财务省发布了“关于土地相关贷款的限制”的通知，地价开始下跌。



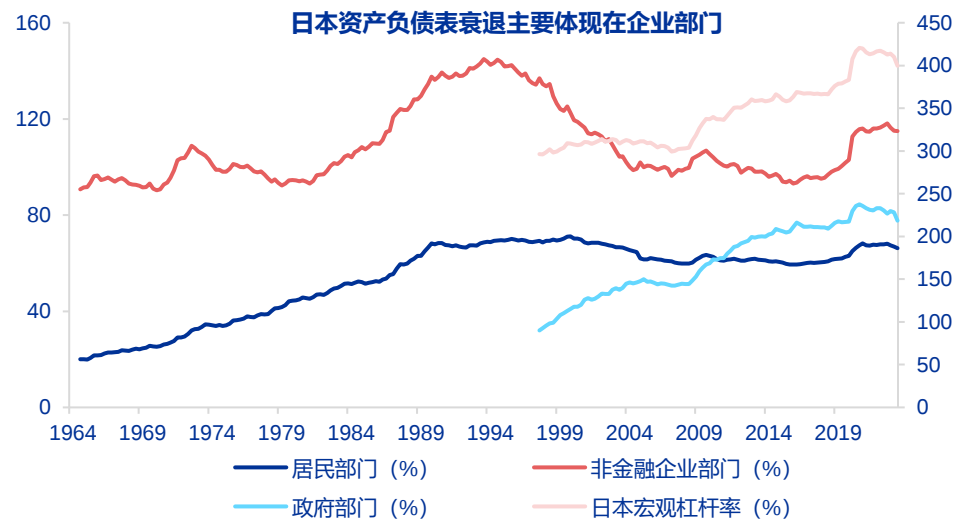
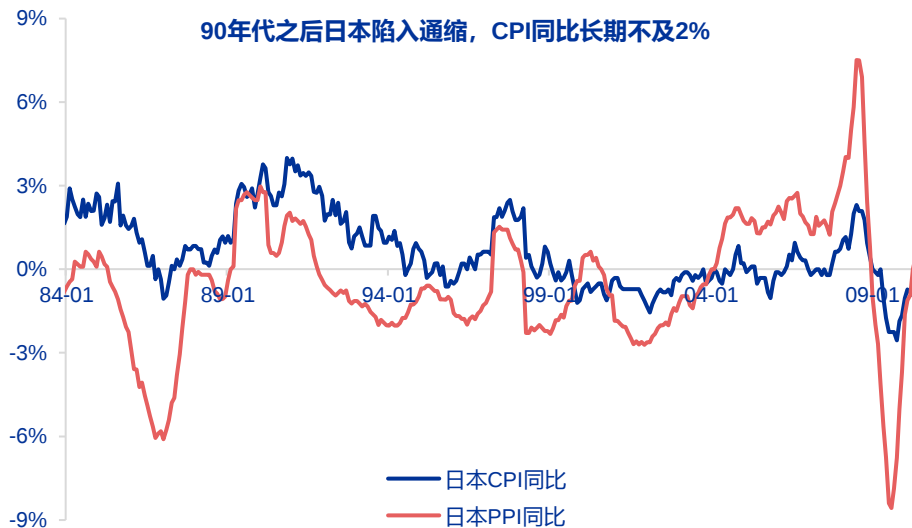
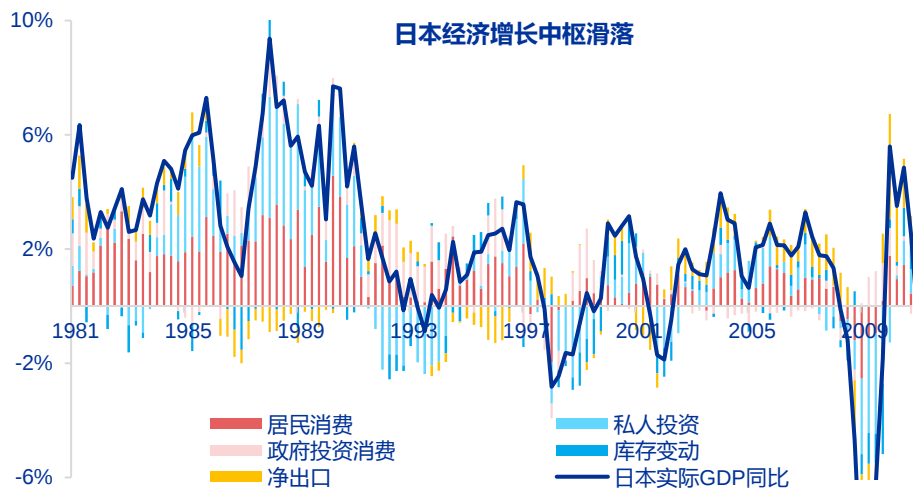
2. 日本资产负债表衰退主要体现在企业去杠杆

■ 日本资产泡沫被戳破之后，日本企业部门资产在短时间内大幅贬值，财务状况大幅恶化，企业投资的动力被利息压力及偿还债务压力所抑制，居民消费意愿回落，日本陷入“资产负债表”衰退。当泡沫破灭后，大量企业处于资不抵债的状态，其行动目标将由追求利润最大化转变为债务最小化。此时企业会把大部分利润用于还债而非投资，经济陷入持续衰退。



2. 日本资产负债表衰退主要体现在企业去杠杆

- 日本资产负债表衰退，使得经济增速陷入长期低迷，内需不足使得CPI、PPI陷入长期通缩，而社保压力（老龄化）及80-90年代通过基建稳定经济增长中枢的尝试使得日本政府债务压力不断上行。



2. 政策复盘：财政失当举措令日本消费难有起色

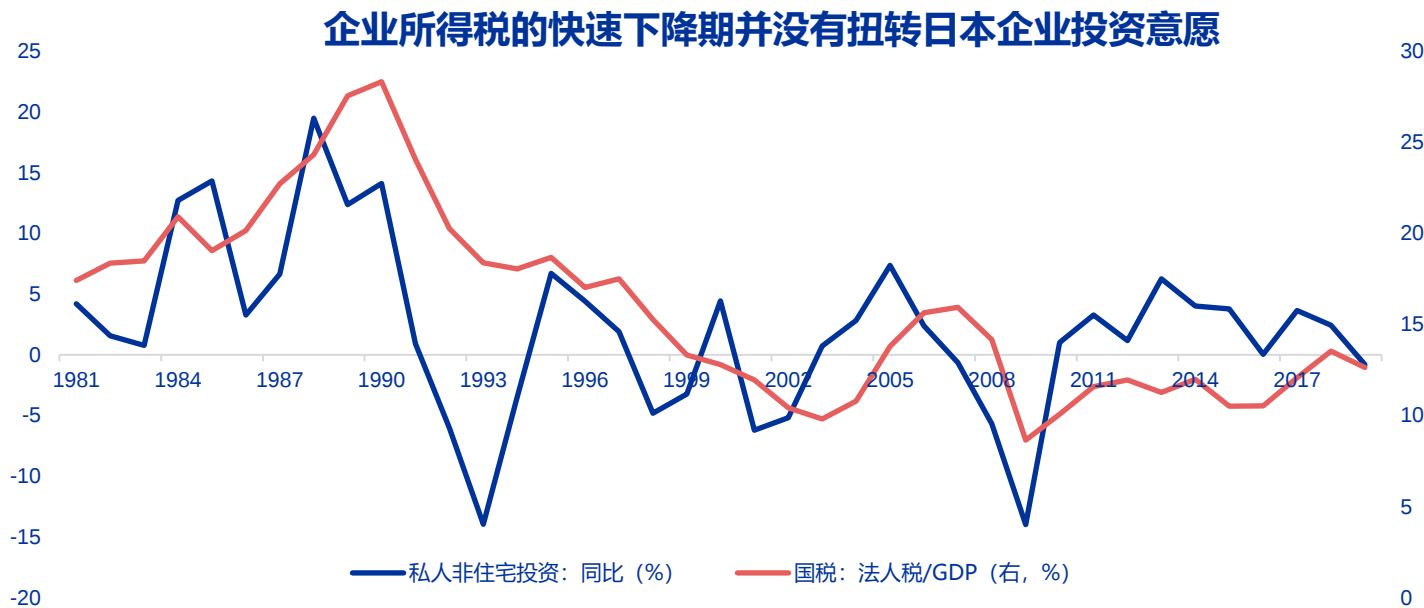
- 日本共进行四次加征消费税税率的操作模式，并且无对应给中等收入群体减税的对冲措施，日本私人消费对GDP贡献的中枢自1989年后连下四个台阶。日本分别在1989年、1997年、2014年和2019年加征四次消费税税率，期间日本本有通过降低中等收入群体个人所得税稳定消费的机会，但日本反其道行之对高收入人群的加税令日本经济稳定的最后希望也随之破灭。日本私人消费对GDP增速的贡献同步连下四个台阶，从1981-1989年平均的2.2%逐次下移至2015-2019年的0.24%。

每次增加消费税率私人消费对GDP增速贡献中枢就会下移



2. 政策复盘：企业减税明显但投资并未恢复

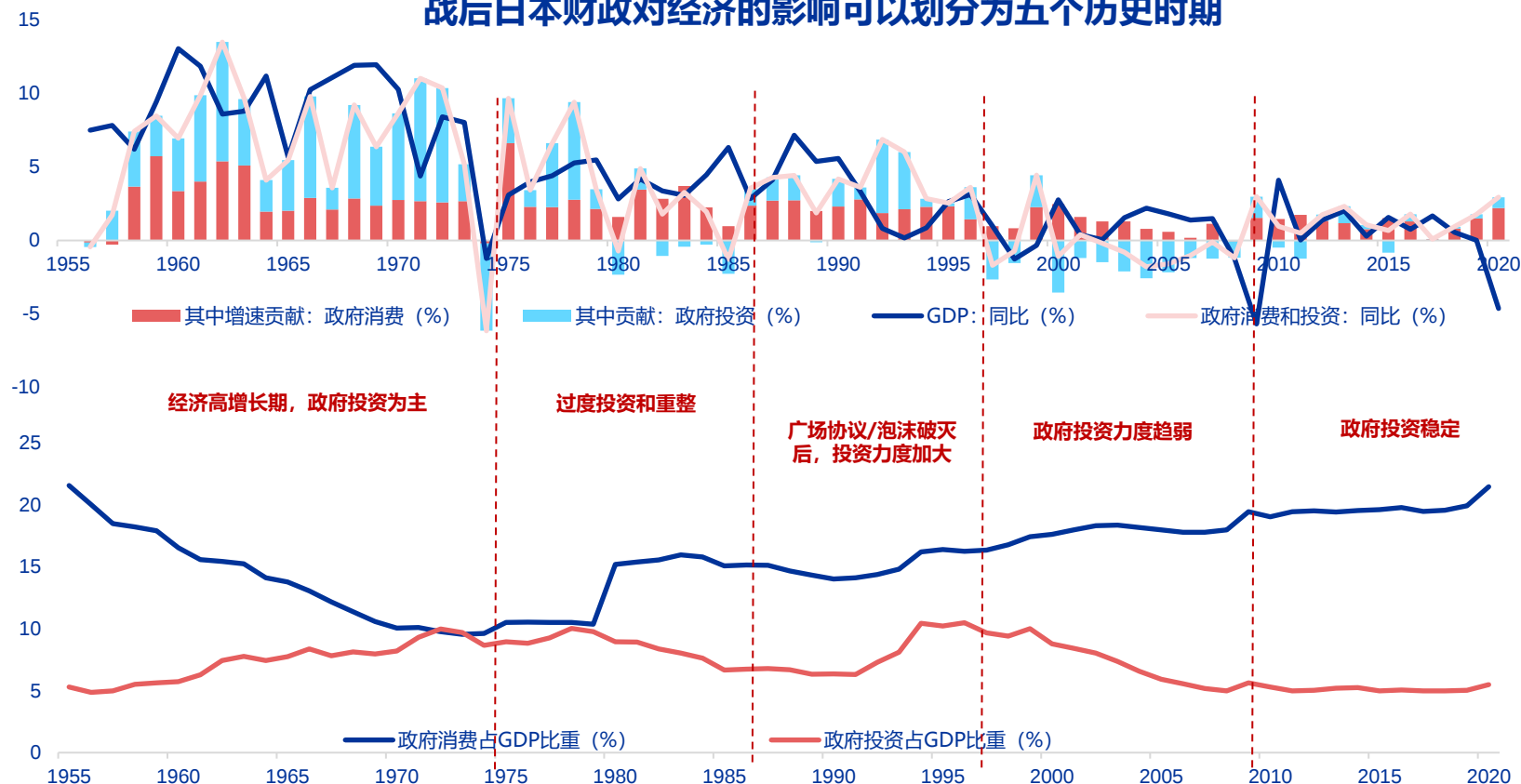
- **二十世纪九十年代后，日本企业所得税税负持续下降。**日本法人税占私人企业盈利的比重在1990年达到高点28.3%，但随着泡沫破裂，日本财政不断调整企业所得税政策，令企业所得税占GDP比重快速下降，至2003年已经仅有9.8%。虽然后续有所回升，但回升的幅度并不大，仍然维持在10%-13%附近低位震荡。
- **但税负下降并没有扭转企业投资意愿。**日本企业所得税税负下降最快时间段，也就是1990-2003这个期间，日本私人非住宅投资的增速一直以0为中枢波动，并没有因为税负的下降而令企业投资意愿出现明显的回暖。



2. 政策复盘：短期选择基建，但后续受社保掣肘

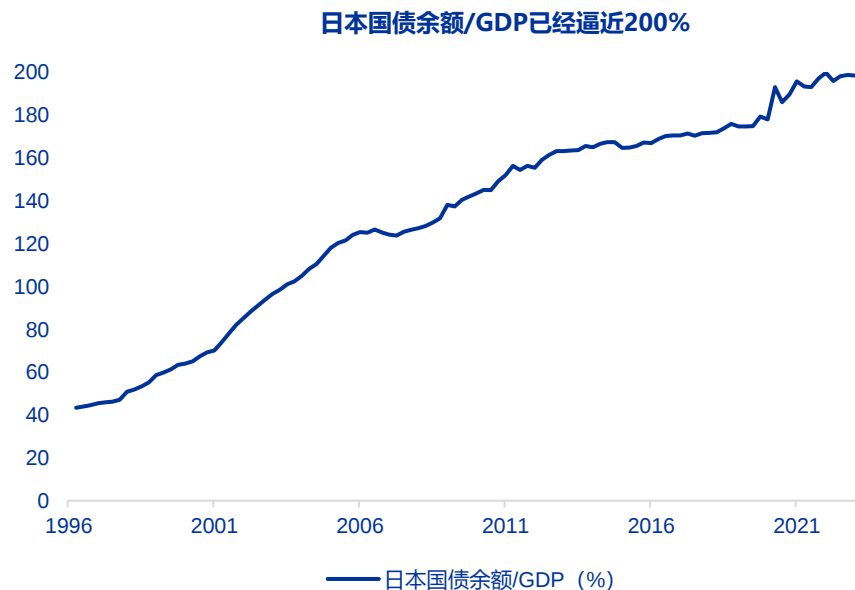
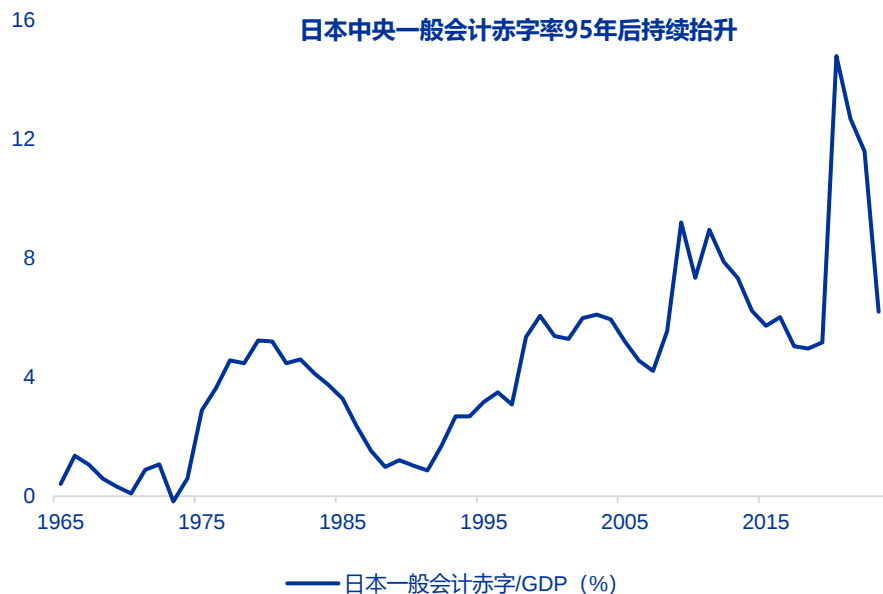
- 根据政府消费投资不同表现，可以将日本财政划分为五个历史时期，90年代泡沫经济破灭之后，政府投资主动发力，意图稳定经济增速，但社保/老龄化的掣肘使得政府投资力度在2000年后逐步弱化。

战后日本财政对经济的影响可以划分为五个历史时期



2. 政策复盘：短期选择基建，但后续受社保掣肘

- **人口老龄化造成税源减少和社保支出压力集中反映在日本财政赤字上。**1995年政府投资增长基本停滞，日本一般会计赤字率仍然持续扩大，从1995年的3.2%迅速上升至2000-2008年平均5.4%的水平，背后一方面是源于人口老龄化带来的社保压力，另一方面则是快速积累的政府债务带来债务付息金额的攀升。持续的赤字财政加速日本政府债务积累，仅为中央一般会计融资的日本国债，余额占GDP比重就从1996年年中较为健康的43.4%迅速攀升至2006年年中的125.2%，十年上行81.8个百分点。而经历2008年金融危机和2020疫情冲击后，日本国债余额/GDP在2022年已经达到198.9%，很快将触及200%水平。



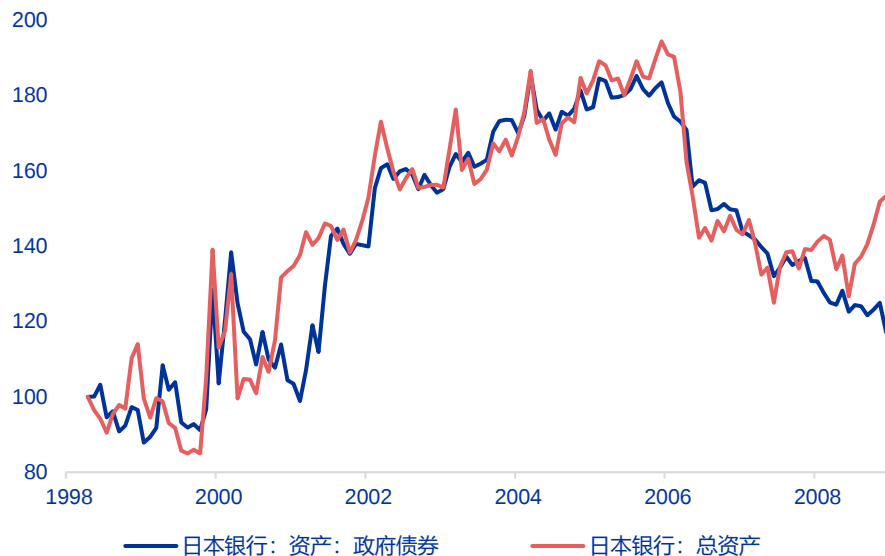
2. 政策复盘：货币政策配合财政扩张

- 2020年底日本政府杠杆率已经达到237.9%水平。长期财政扩张带来政府债务付息压力，日本货币也采取持续宽松的政策立场持续对财政输血，财政赤字货币化程度愈发激进。
- 1991-2003年隐性财政赤字货币化:日本央行贴现率从调低至1995年9月的0.5%，1999年-2003年日本央行增持41.5万亿日元政府债券，占此阶段中央政府新增债务的17.1%。**2011年至今**：金融危机后日本央行采取量化宽松操作，2011-2020年日本银行新增持有的日本国债占日本中央政府新增债务的156.4%。

91年后日本银行降低基准利率助于财政筹资



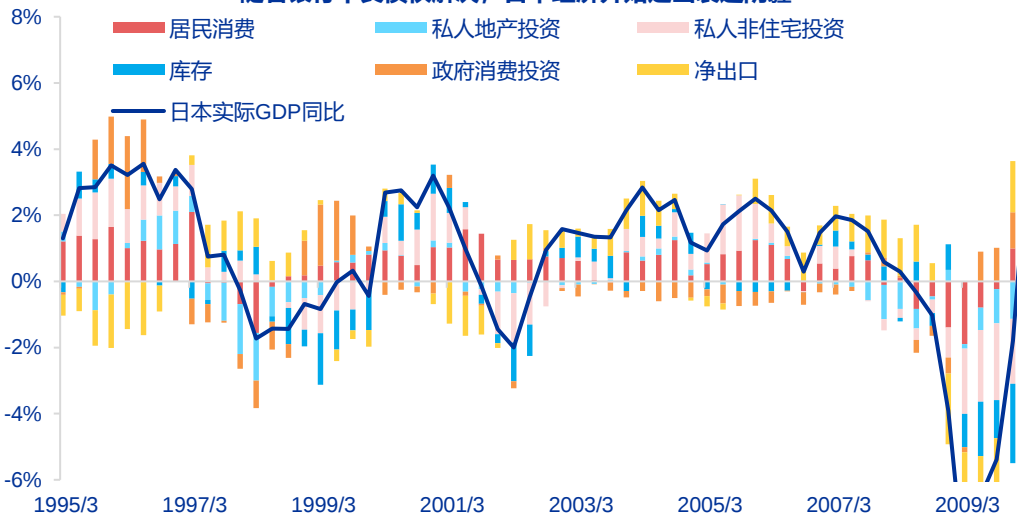
日本央行二十世纪初扩表支持财政融资



2. 政策复盘：日本应对资产负债表衰退的三大失误

- 日本在应对资产负债表衰退中主要有三方面失误：
- 1) 货币政策在80年代末期过快转向，地产监管政策急剧收紧使得资产泡沫被戳破。
- 2) 政府在危机初期对于企业援助力度较低，反而继续通过“护送船队”模式着重于对冲、分散、转移、掩盖金融风险，日本在1998年开始才积极处理不良债权问题，此时银行不良率才开始飙升，距离1990年已接近过去超过10年，连续去杠杆使得经济供需循环走弱，通缩预期自我实现。

随着银行不良债权解决，日本经济开始走出衰退阴霾



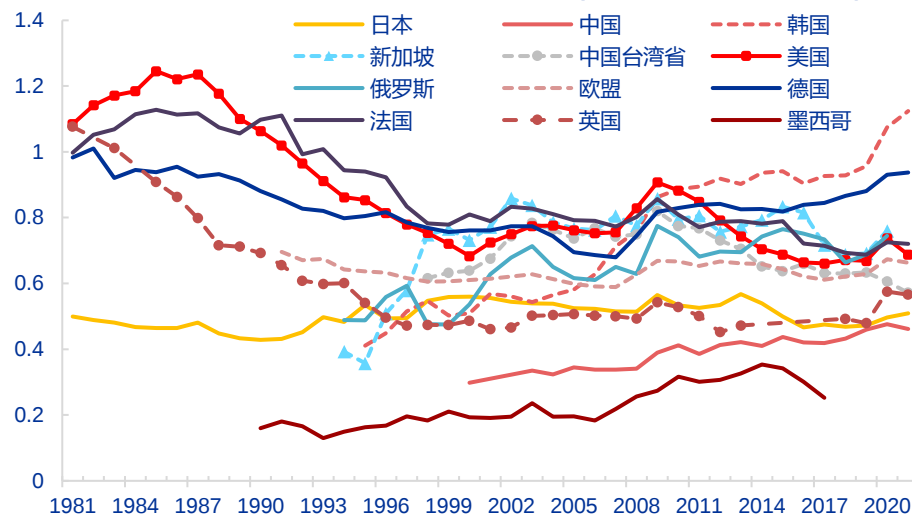
1998 年起日本政府积极处置不良债权问题

十亿日元	救援案例个数	资金援助 (Monetary grants)		购买资产	借款	债务承担
		正常金融机构	破产金融机构			
1992	2	20	/	-	8	-
1993	2	46	/	-	-	-
1994	2	43	/	-	-	-
1995	3	601	/	-	-	-
1996	6	1,316	/	90	-	-
1997	7	152	/	239	-	4
1998	30	2,674	/	2,682	-	-
1999	20	4,637	/	1,304	-	-
2000	20	5,153	/	850	-	-
2001	37	1,639	-	406	-	-
2002	51	2,333	-	795	-	-
2003	-	-	-	-	-	-
2004	-	-	-	-	-	-
2005	-	-	-	-	-	-
2006	-	-	-	-	-	-
2007	-	-	-	-	-	-
2008	1	256	-	2	-	-
2009	-	-	-	-	-	-
2010	-	-	-	-	-	-
2011	1	46	115	53	-	-
2012	-	-	-	0	-	-
2013	-	-	-	-	-	-
2014	-	-	-	-	-	-
2015	-	-	-	-	-	-
2016	-	-	-	-	-	-
2017	-	-	-	-	-	-
2018	-	-	-	-	-	-
2019	-	-	-	-	-	-
2020	-	-	-	-	-	-
合计	182	18,917	115	6,421	8	4

2. 政策复盘：日本应对资产负债表衰退的三大失误

- 3) 财政政策进退失据，采取增加消费税的方式为社保融资，反而导致日本消费中枢下移，打断了从收入分配公平到消费传导链条。同时，在老龄化日益严重后，日本财政难以提升研发投资，使得日本产业升级陷入停滞。

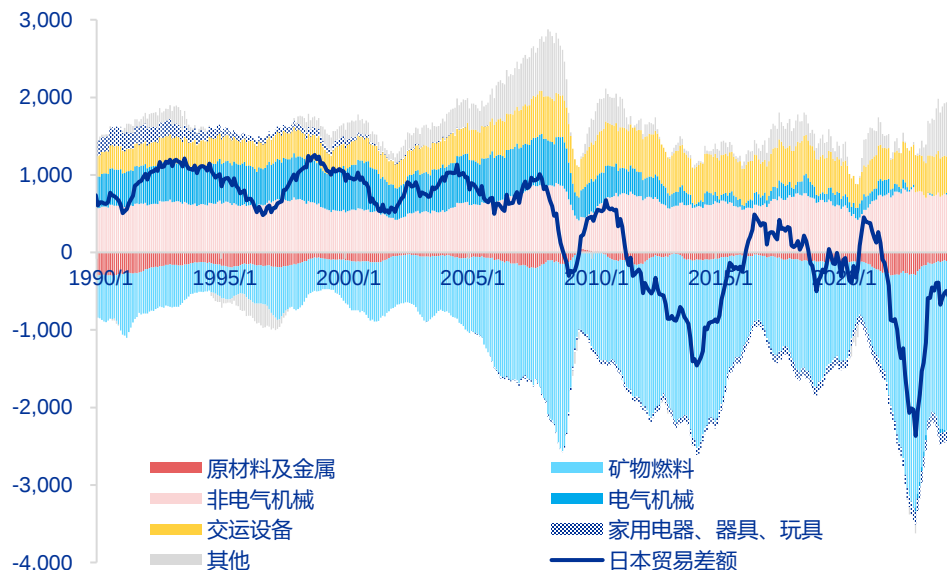
日本政府RD投资几乎是发达国家的下限（研发投入占GDP比重，%）



每次增加消费税率私人消费对GDP增速贡献中枢就会下移



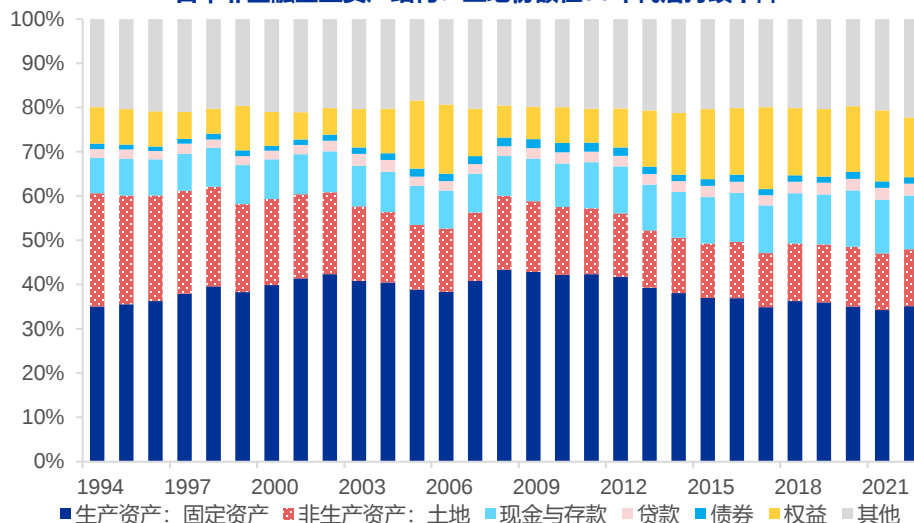
日本产业竞争力自90年代以后逐步退化 (JPY bn)



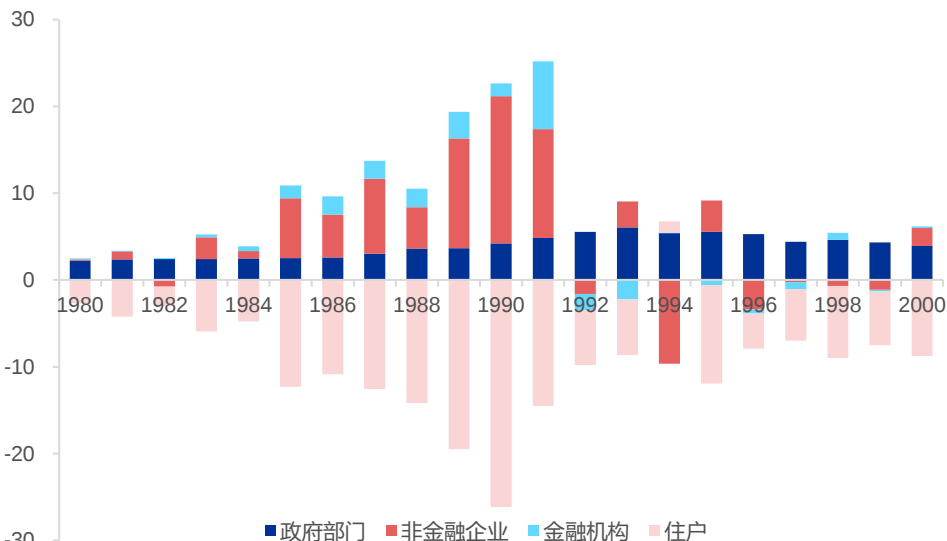
3.中日资产负债表衰退对比：我国企业负向财富效应较小

- 相比中国，日本资产负债表衰退更多呈现在企业端，其在1991年之前是日本各部门中购入土地资产的主力，据最早数据口径，日本1994年土地在资产中占比已达25%左右，这意味着日本企业在1991年泡沫经济破灭之时土地占总资产比重很可能超过30%。
- 我国目前所有企业已购置未开发土地面积为5亿平方米，估算价值为1.5万亿，而根据四经普数据，2018年我国二三产业总资产已高达880亿，土地占比明显低于日本水平。（我国大量土地已开发形成住宅供应）。
- 从政策手段来看，日本地产调控是压制需求，但我国本轮地产调控是收缩供给。从政策结果来看，我国更多是供给超调，潜在需求仍然存在，不同于日本资产负债表衰退后需求坍塌。

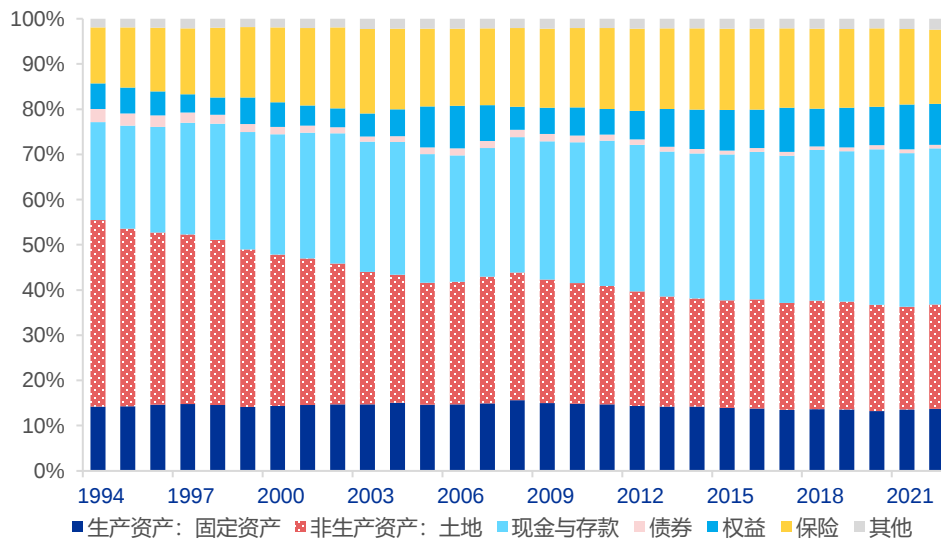
日本非金融企业资产结构：土地份额在90年代后持续下降



分部门土地净购入金额（Purchases of land, net, 万亿日元）



日本居民部门资产结构：持续减持土地，现金及存款比重上升



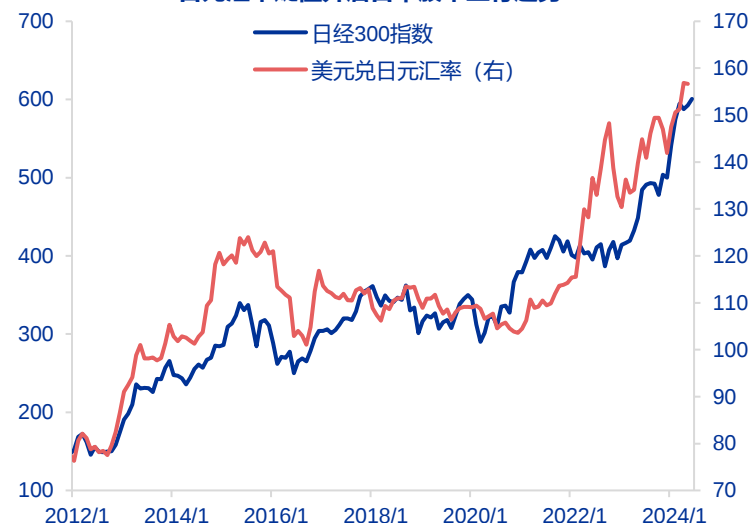
日本经济回顾及展望（1945-2024）

1. 1945-1990：日本战后经济复兴的产业格局转变
2. 1990-2013：日本如何应对资产负债表衰退？
3. 2013-2020：安倍“三支箭”政策的成色
4. 2020-至今：日本走出通缩了吗？
5. 启示：财产性收入、出海、延迟退休、政府研发投入等

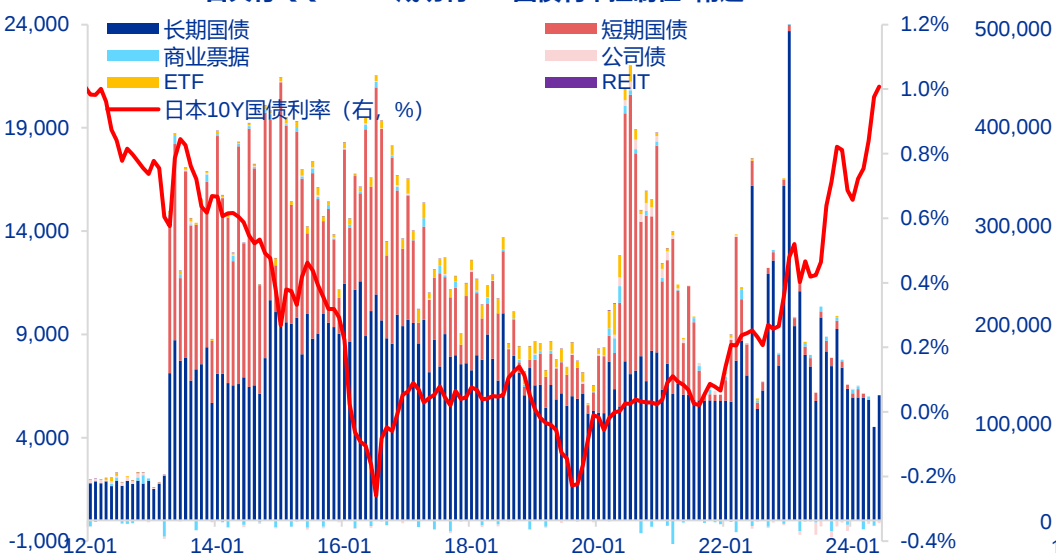
3. 2013-2020: 日央行超宽松政策促进贬值, 但刺激信贷效果一般

- **日央行超宽松政策: QQE+YCC (2013-2024)**。安倍经济政策的第一支箭是积极的货币政策, 日央行2013年推出QQE (扩张基础货币、购买多种资产类别), 2016年推出YCC (控制短端利率)。
- **1) 日本国债利率被成功压低, 但银行信贷投放效果不佳。**2013年至疫情之前, 日央行通过QQE+YCC机制将日本国债利率连续4年维持于0附近窄幅波动, 但由于13-16年日本企业去杠杆尚未结束, 巨额基础货币投放转换为信贷的效率较低, 形成了巨额存款准备金淤积 (“流动性陷阱”)。
- **2) 日本国债利率下行扩大美日利差, 使得日元汇率在2013-2016年间贬值50%, 有利于出口改善。**
- **3) 日元贬值+ETF资产购买, 日本股市开启持续至今的一波长牛。**

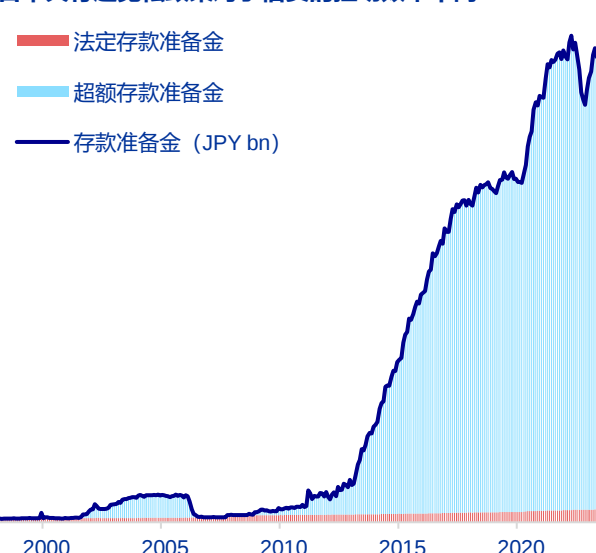
日元汇率贬值开启日本股市上行趋势



日央行QQE+YCC成功将10Y国债利率控制在0附近



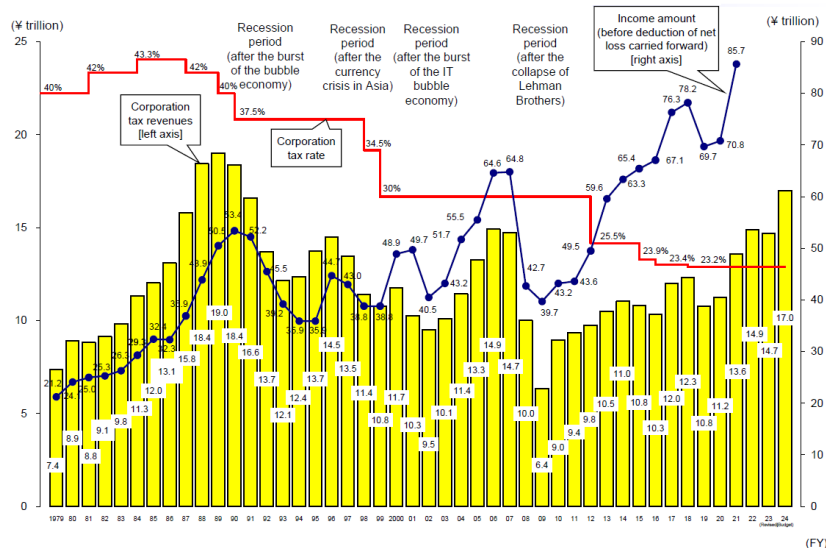
日本央行超宽松政策对于信贷的拉动效率不高



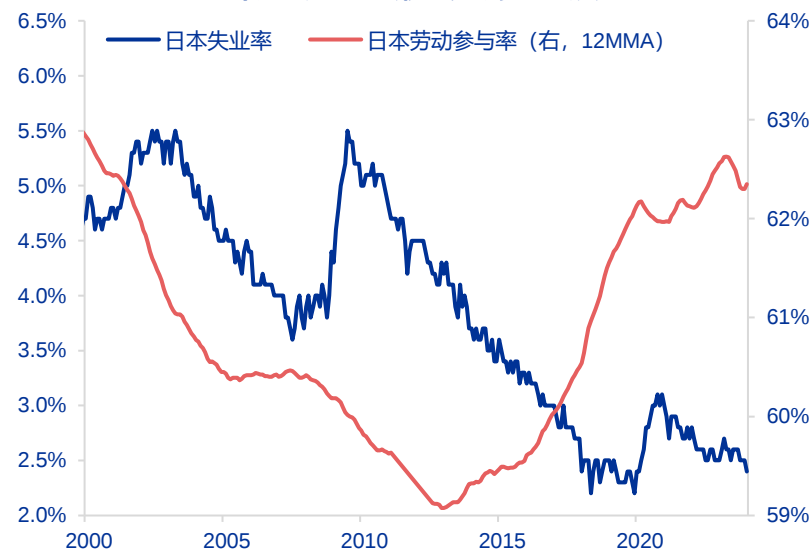
3. 2013-2020：安倍“灵活”的财政政策将企业作为重心

- 安倍晋三的“第二支箭”是灵活的财政政策，而非大规模扩张财政支出，从而日本疫情之前的财政政策实际上偏中性。
- 1) 支出端，为应对老龄化压力，日本政府2013年推迟日本退休年龄，日本劳动参与率在2013年后从59%上行至当前的62%左右。
- 2) 收入端，日本政府将重心调整至企业部门（企业减税），期待激发企业活力。但为了应对财政赤字压力，居民部门分别在2014年、2019年两次上调消费税率。日本政府在2012-2023年间将企业税率从30%下调至23.2%，消费税从5%上调至10%。
- 日本企业利润、私人投资在日元贬值、企业税率下调的利好下有所改善，但居民消费在两次加征消费税的冲击下增速中枢下移。

安倍政府推行企业减税，支持企业盈利上行



日本推迟退休年龄使得劳动参与率提升



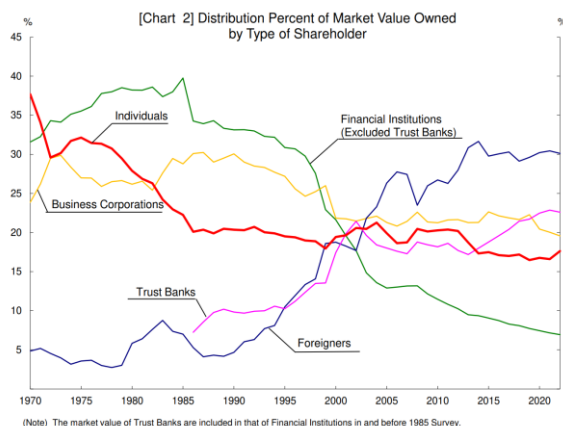
3. 2013-2020：结构性改革优化劳动力、资本流入、企业治理

- 安倍政府的第三支箭是“促进增长的结构性改革”，主要包括公司治理改革、劳动力市场改革、外来劳工政策等，可见第三支箭主要目的在于提升日本经济效率，具体措施如2013年安倍政府推出《日本工业复兴计划》，2014年推出《产业竞争力强化法》等。
- 1) 在增加日托场所、鼓励企业多样化工作方式等政策支撑下，2013年以来，日本女性劳动参与率提升6个百分点。
- 2) 2013年以来日本制造业FDI流入较前十年大幅提升，其中主要贡献行业为电气机械和交运设备，安倍政府力图重振日本产业竞争力。2013年日本制造业增加值占GDP比重仅19%，2018年恢复到了21%，终止了90年代以来的去工业化趋势。
- 3) 日本政府推动企业治理改革。2013年安倍晋三推动公司治理改革，明确要求提升日本企业的ROE（净资产收益率），以促进就业、提高企业价值，刺激日本经济发展，2014年《伊藤报告》更是明确指出日本企业要追求8%以上的ROE水平。2014年制定了《“负责任的投资者”的各项原则》（stewardship code），2015年制定了《公司治理法》，着力减少相互持股，推动外部董事普及，股东价值逐步得到重视。2023年，东京证券交易所还出台一项新规定“对于PBR长期低于1倍以下的上市企业，要求其公布具体的改善计划”，增强企业盈利能力。

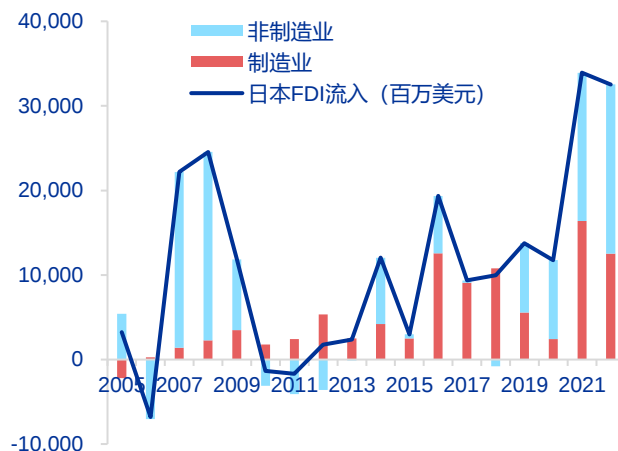
安倍政府第三支箭主要内容

结构性改革	四大基本涉及领域		具体措施
	促进投资		1.减少商业壁垒、改善企业治理
			2.设立“国家战略特区”
			3.鼓励科技创新
			4.加大对中小企业扶持
			5.提高公共服务领域对民间资本的开放度
	促进人才竞争		1.提高女性参与社会经济活动的比重
			2.培养国际化青年人才
			3.提升日本国内开放度
			4.完善自由化的劳动力市场制度
	培育新市场		1.实现电力市场的完全竞争
			2.建设健康的“长寿社会”
			3.提升农业规模化生产及自由化程度
	提高经济开放度		1.推动访日游客数量提升
			2.吸引跨国企业地区总部入驻日本
			3.扩大基础设施出口，推广日本技术品牌

日本上市公司股权结构：
海外持有者比例提升，交叉持股现象下降



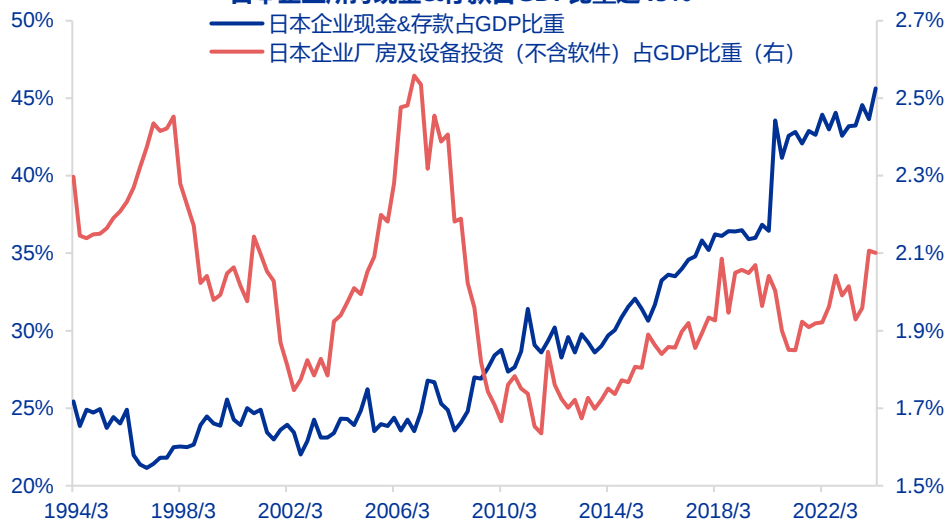
安倍上台后日本制造业FDI流入大幅提升，
主要为电气机械、交运设备推动



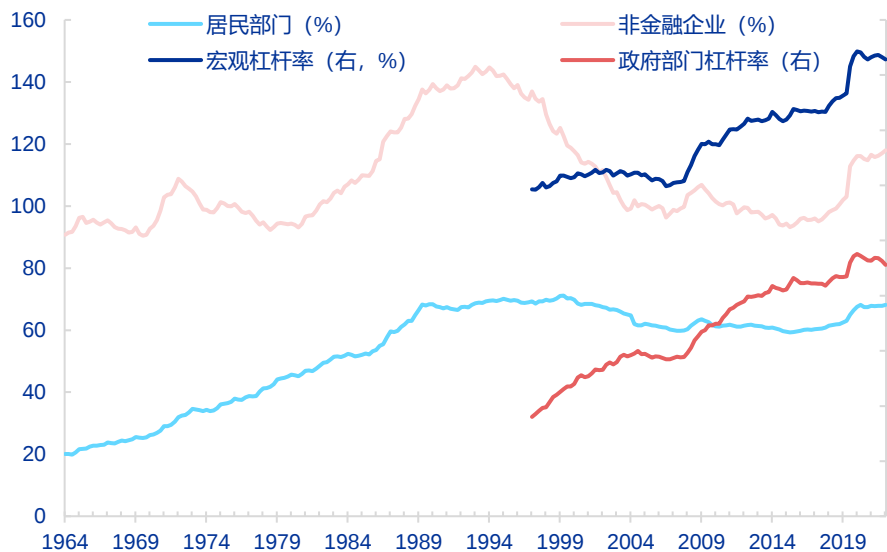
3. 日本企业基本面改善显著，2016年后重新上杠杆

- **日本企业逐步走出“债务最小化”的去杠杆进程。**在日本货币政策促成日元贬值、财政政策降低企业税等利好下，日本企业部门于2016年结束去杠杆。
- **90年代以来，日本企业基本面主要发生了两大改善，企业投资、盈利能否持续改善也是日本后续能否真正走出通缩的关键：**
 - 1) 企业盈利水平提升，**2023年末日本制造业企业经常利润/营收比例达到8.4%，远超90年代5.5%的高点。
 - 2) 日本企业积累了巨额现金，可支撑未来投资。**日本企业现金&存款占GDP比重高达45%。

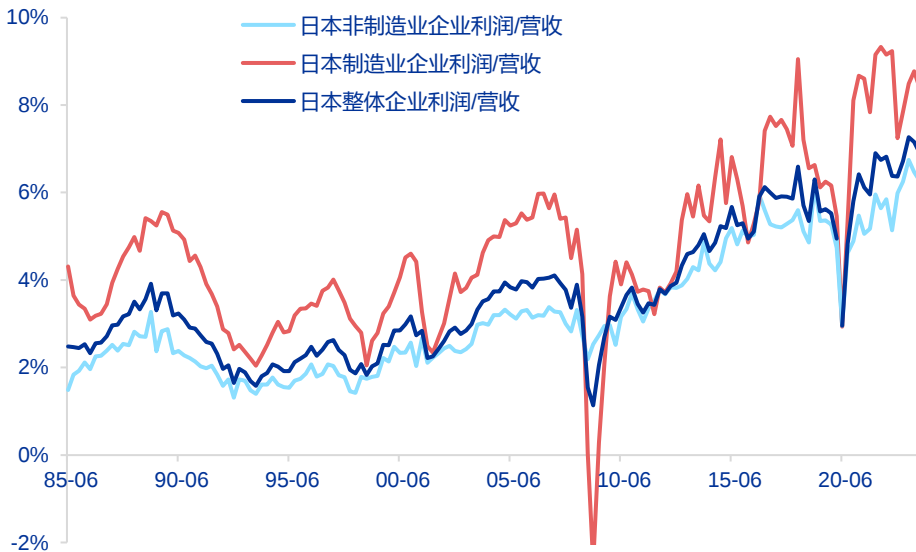
日本企业所持现金&存款占GDP比重达45%



日本企业于2016年后重新开始上杠杆



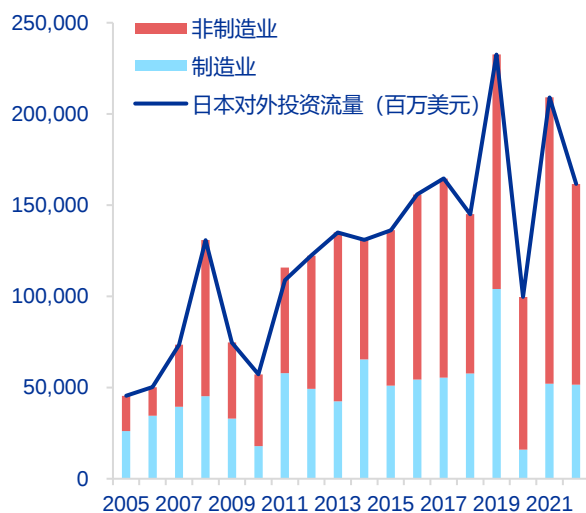
日本企业盈利水平得到改善



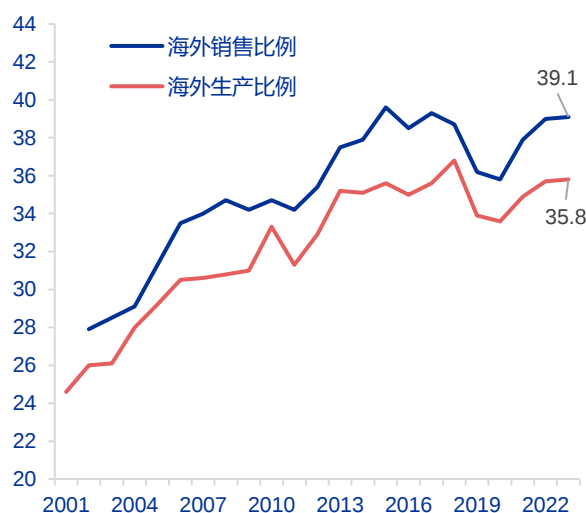
变为非制造业为主

- **日本政府采取一系列措施鼓励企业出海：**1) **推动多边和双边贸易协定：**签订《跨太平洋伙伴关系协定》和《日欧经济伙伴关系协定》，降低贸易壁垒；2) **财政和金融支持：**通过日本国际合作银行（JBIC）和日本出口贸易保险（NEXI）等提供财政和金融支持，帮助企业处理海外投资的风险和成本；3) **技术和创新支持：**支持研发和技术创新，帮助日本企业提高其在全球市场的竞争力等等。
- **政策+日元贬值推动日本企业出海，但结构已转变为非制造业为主。**从行业来看，日本2010年之后的对外投资结构由制造业转变为非制造业，主要重点行业为金融业、批发零售业。
- **从结果上看，日本已从战后的“贸易立国”转为“投资立国”，**在贸易差额走弱的同时，海外投资收益汇回成为日本汇率稳定的重要因素，安倍政府以来，日本加大对高端电气机械产业的吸引回流（FDI流入），同时推动日本国内有竞争优势服务业行业的出海（FDI流出）。

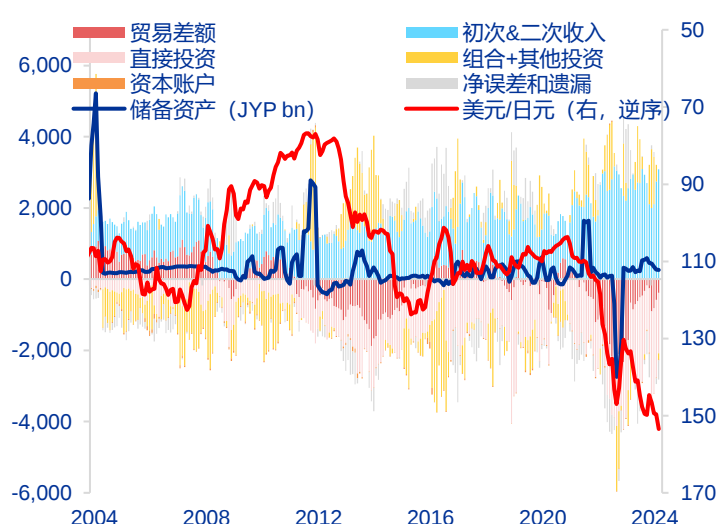
2010年以来日本对外投资主要为非制造业，重点行业为金融及批发零售



日本海外企业销售比例已经达到39.1%（%）



海外投资收益汇回成为支撑日本汇率主要支柱



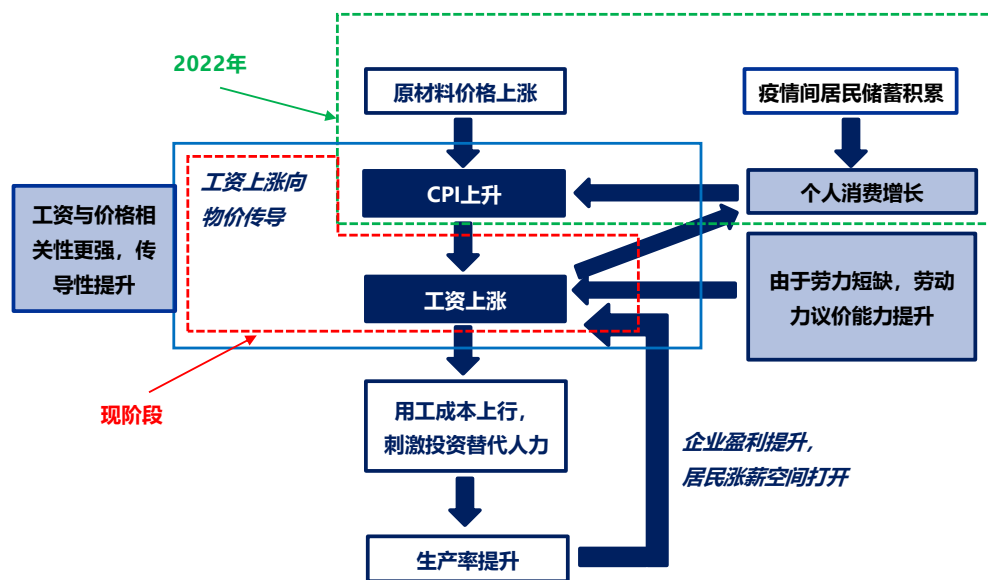
日本经济回顾及展望（1945-2024）

1. 1945-1990：日本战后经济复兴的产业格局转变
2. 1990-2013：日本如何应对资产负债表衰退？
3. 2013-2020：安倍“三支箭”政策的成色
4. 2020-至今：日本走出通缩了吗？
5. 启示：财产性收入、出海、延迟退休、政府研发投入等

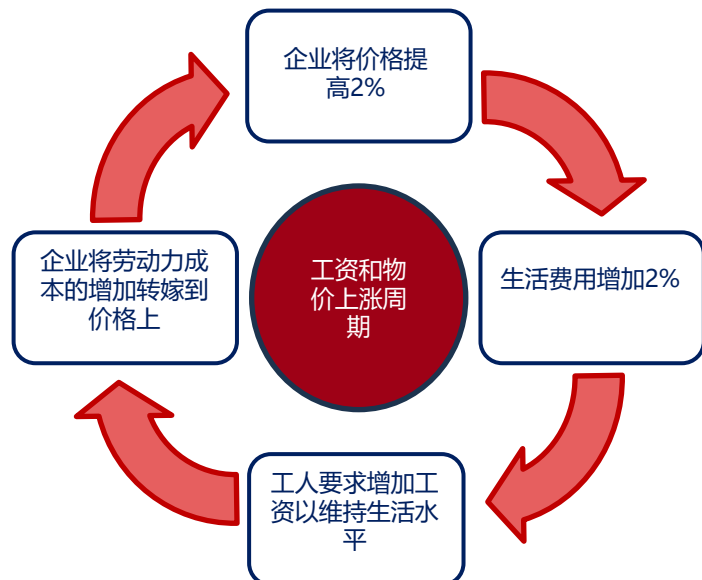
4. 日本企业涨薪到位就够了吗？

- 我们认为，日本2024年“春斗”实现对居民较高的涨薪幅度仅是开始，需后续观察日本企业投资改善是否持续，能否支撑起未来涨薪空间。
- 日央行对日本走出通缩的宏观传导逻辑演绎：日央行前期持续的宽松政策（QQE+YCC）压低日本国债利率，拉大美日利差，进而使得日元主动贬值，并结合疫后海外大宗商品价格飙涨，形成输入性通胀。再进一步叠加日本居民超额储蓄释放、劳动力市场紧张、岸田政府支持企业涨薪、企业盈利改善等因素，使得居民获得超出通胀幅度的涨薪。居民实际收入、消费由此改善，同时用工成本上升促使企业增加投资，改善生产率，企业盈利水平改善，最终在未来实现实际工资的持续增长（持续涨薪），并形成日本国内薪资和通胀的良性螺旋。

日本本轮走出通缩的源头在于货币贬值，输入性通胀提升



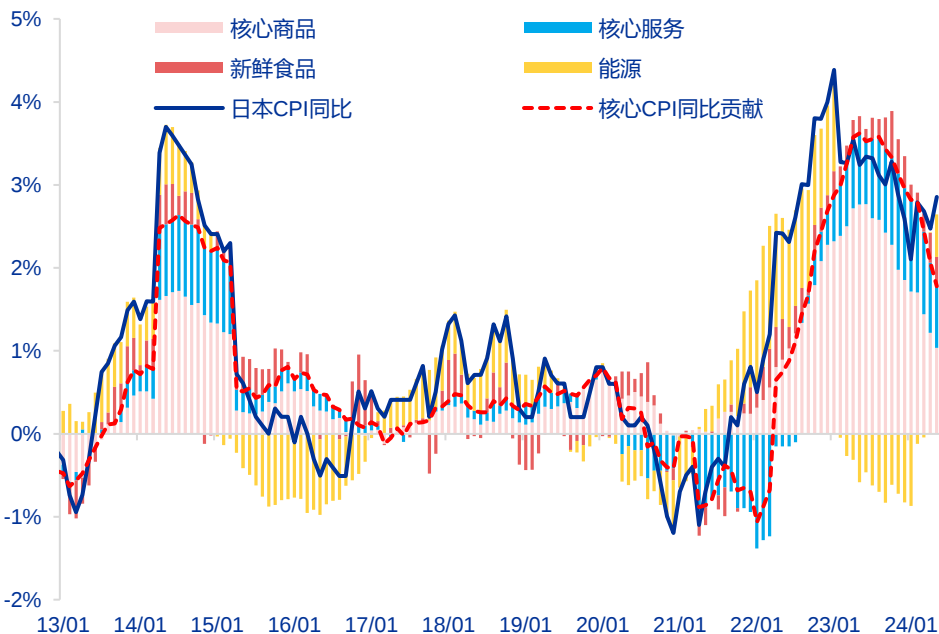
日本工资和物价上涨的良性循环



出现输入性通胀

- 1) 日央行宽松+海外大宗商品价格飙涨=日本输入性通胀。2022年美联储转向激进加息，而日央行彼时坚守宽松政策，美日利差急剧拉大，日元相对美元从2021年末的120左右贬至当前160左右（近期日元贬值有生产端因素扰动）。同时，由于疫情导致的全球供应链错配、俄乌战争爆发等因素，全球大宗商品价格飙涨，如布伦特油价一度在2022年达到120美元/桶，促使日本“进口”通胀，能源CPI飙升，推动整体CPI同比在2022年向上突破2%。

疫后大宗商品价格飙涨形成日本输入性通胀



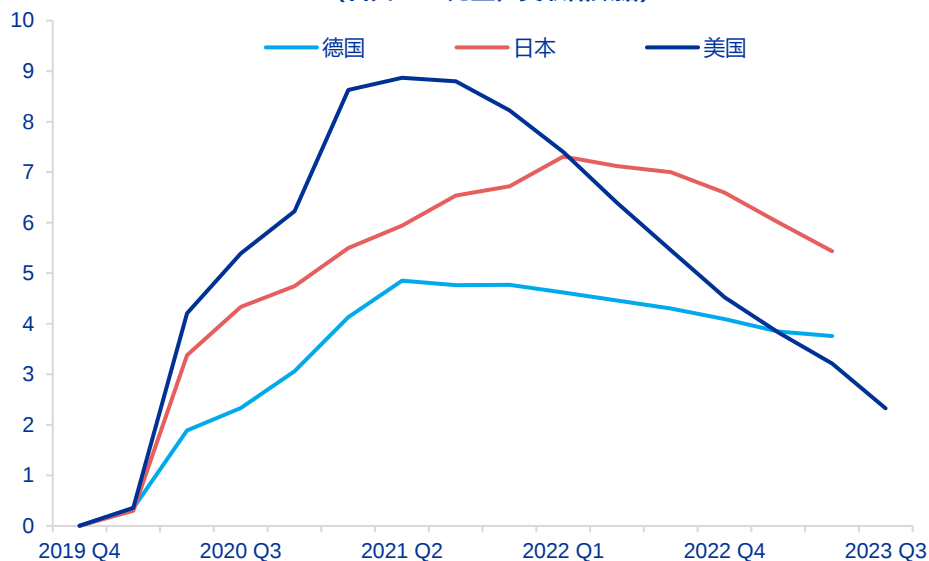
日本国债利率降低，美日利差加大，导致日元贬值



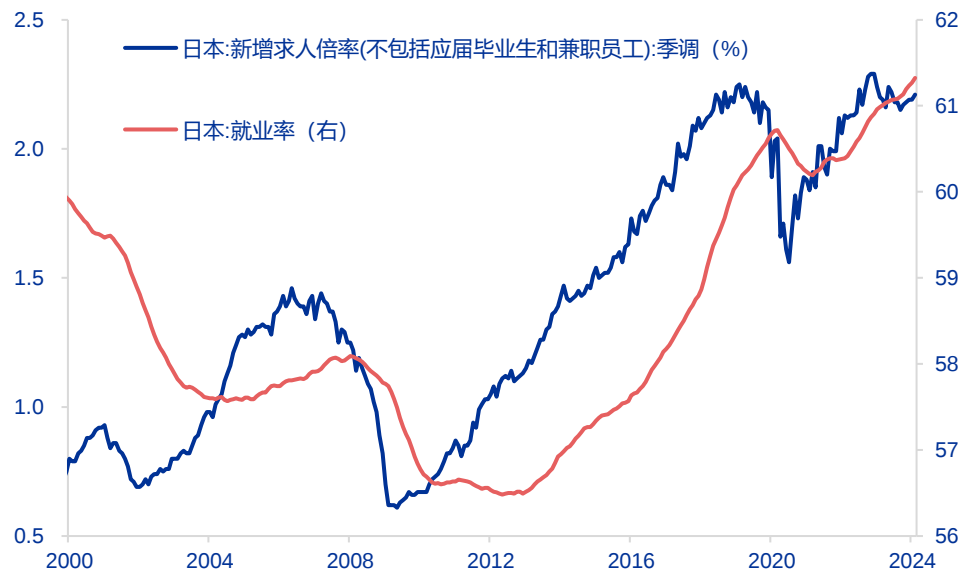
提振居民薪资议价能力

- 2) 不仅仅是输入性通胀，日本2023年以来服务通胀水平亦出现提升，显示日本居民疫情期间积累储蓄对消费形成支撑。而面对生活成本上涨，居民要求加薪，同时日本劳动力人口下滑，而就业需求强劲，使得居民薪资议价能力增强。
- 劳动参与率上升有限，供给趋紧。低生育率和低结婚率使得日本人口-直处于下降通道，日本央行亦表示2013年以来老年人劳动参与率的上行潜力已十分有限。
- 职位空缺率高位，就业需求增强，企业招聘人手紧张，日本新增求人倍数（职位空缺率）持续维持在高位，劳动力市场趋紧。

日本居民保有超额储蓄规模较大
(名义GDP比重, 美联储数据)

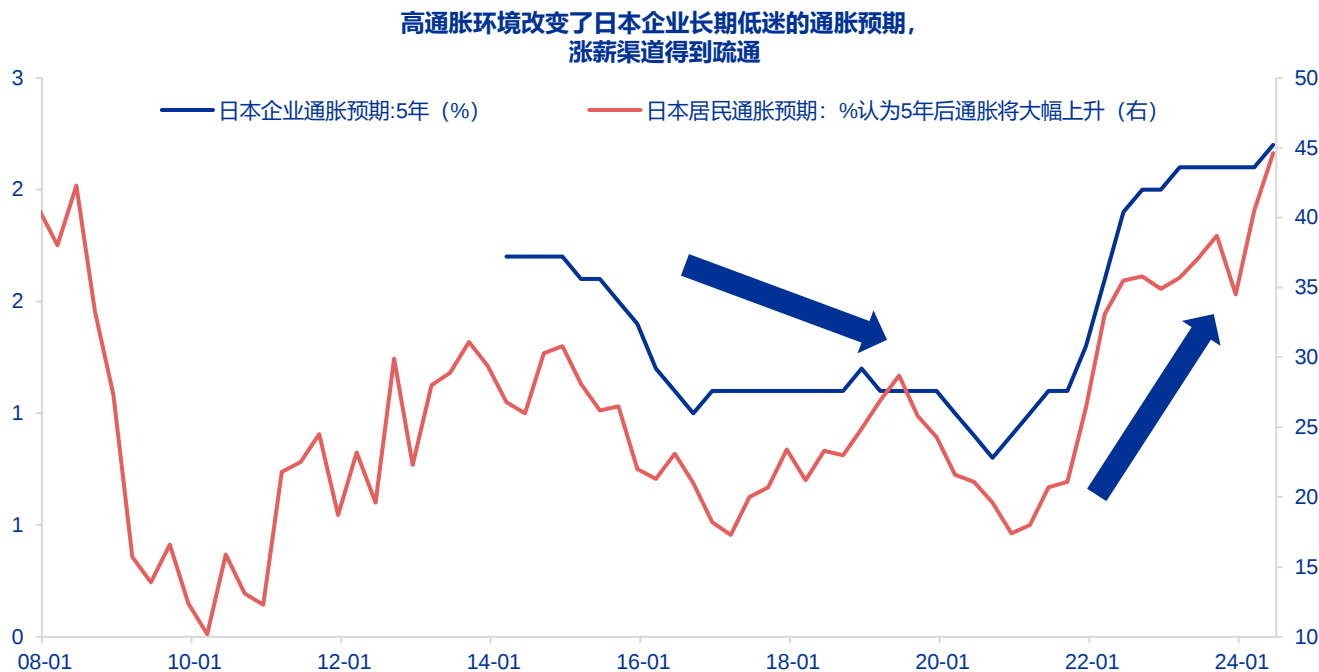


日本职位空缺率较高，指向就业市场趋紧



4.企业盈利改善+通胀预期提升，企业涨薪成为现实

- 3) 面对输入性通胀，日本企业长期通胀预期提升、盈利改善，有意愿、有能力涨薪。
- 企业长期低通胀预期打破。相比疫情之前不同的是，大规模输入性通胀改变了企业对于通胀长期低迷的预期（长期维持薪资和产品价格不变），企业5年通胀预期2022年后提升至2%以上，企业涨薪意愿提升。
- 企业盈利改善，现金充足，加薪具备可行性。上文提到，安倍政府以来，日本政府将企业税率从30%下调至23.2%，叠加日元贬值，使得日本企业盈利、持有现金2013年以来加速改善，可支撑投资及加薪决策。



超过通胀

- **4) 岸田政府财政措施支持涨薪，使得2024年涨薪幅度超过通胀。**
岸田政府将实现薪资通胀良性循环作为首要目标，采取税收优惠措施支持加薪，如若大企业加薪3%以上，政府将对工资增加额的15%给予法人税额减免。除了给予涨薪企业税收优惠外，为了实现中长期的结构性工资增长，岸田政府试图从根本上加强‘对人的投资’，推动人力资源的开发，并促进劳动力流动。
- **综上，2024年日本居民得到了超过5%的春斗薪资涨幅，这可能进一步传导至日本核心通胀，从而提振未来日本居民加薪诉求，同时居民实际消费的提升进一步稳固企业利润，刺激投资，而后企业再度涨薪，最终实现良性薪资通胀循环。**

日本政府对鼓励企业对居民涨薪的财政措施
(公司税扣除部分涨薪幅度)

2022.4.1-2024.3.31		
	适用性一般要求	扣除率
中小企业	所有员工工资和其他付款必须比上一财年至少增加 1.5%	15%
	适用性附加要求	扣除率
	所有员工工资和其他付款必须比上一财年至少增加 2.5%	扣除率+15%
	教育和培训支出金额增加10%或以上	扣除率+10%
大企业	适用性一般要求	扣除率
	支付给在职员工的工资和其他费用必须比上一财年至少增加 3%。	15%
	适用性附加要求	扣除率
	支付给在职员工的工资和其他费用必须比上一财年至少增加 4%。	扣除率+10%
	教育和培训支出金额增加20%或以上	扣除率+5%

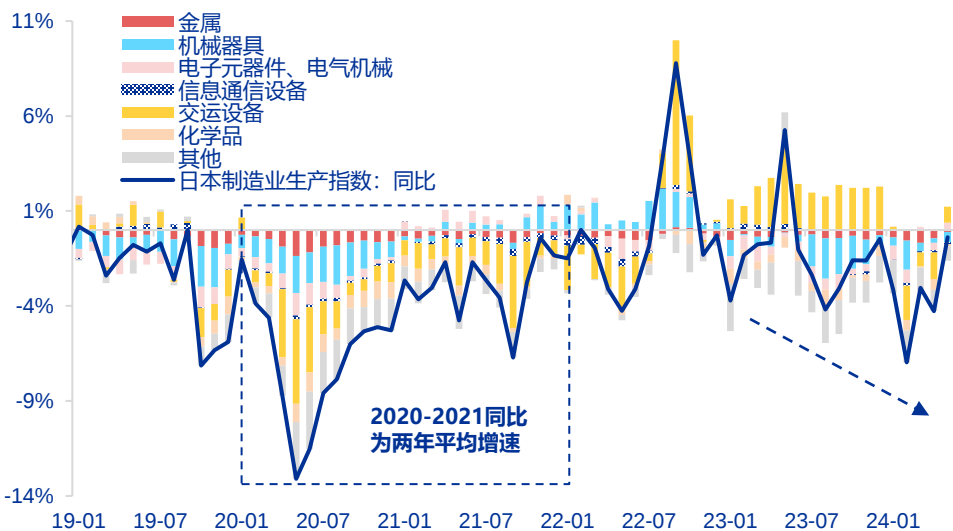
日本厚生劳动省促进工资上涨的财政预算内容梳理

2023财年		
初始预算		
事项		预算额 (亿, 日元)
支持提高工人工资		107
>	对改善经营以提高工作场所最低工资的企业提供支持。 通过职业提升补贴, 支持改善非正式员工待遇的企业。 确保同工同酬	
人力资源开发与振兴		1,138
>	通过人力资源开发支援补贴, 支持企业开发数字化人才等, 并支持伴随业务发展的工人技能学习等 通过 "产业就业保障补贴 (技能提高支持课程)", 支持以提高工资、技能提高为目的的在籍型借调 设立产业工作场所稳定补助金, 以支持雇用企业重组所需的人力资源加强和扩大对职业培训和教育福利的支持 建立职业塑造、发展和再学习支持中心, 扩大职业咨询职能, 鼓励再学习。 建立信息提供示范项目, 积累希望有第二份工作或额外工作的中老年工人和公司的信息, 并向这些中老年工人提供公司信息。	
促进劳动力流动、提高工资		747
>	通过 "劳动力流动支持补助金"支持增加工资的早期再就业 通过特定求职者就业开发补贴, 促进就业困难者的人力资源开发。 在公共职业培训中以数字领域为重点, 培养促进数字发展的人才在 "Hello Work "的专门柜台加强就业支持。 支持跨地区再就业, 如从城市地区到农村地区的移民。 宣传护理行业职业的吸引力, 改善护理行业接纳外国人员的环境。 支持提高工人的工作参与度 在强制公布大公司男女工资差异的基础上, 推广使用 "促进妇女活动公司数据库"。	
稳定就业保险		7,276
第二次补充修正预算		
事项		预算额
促进对中小企业和小企业的支持, 提高最低工资		180

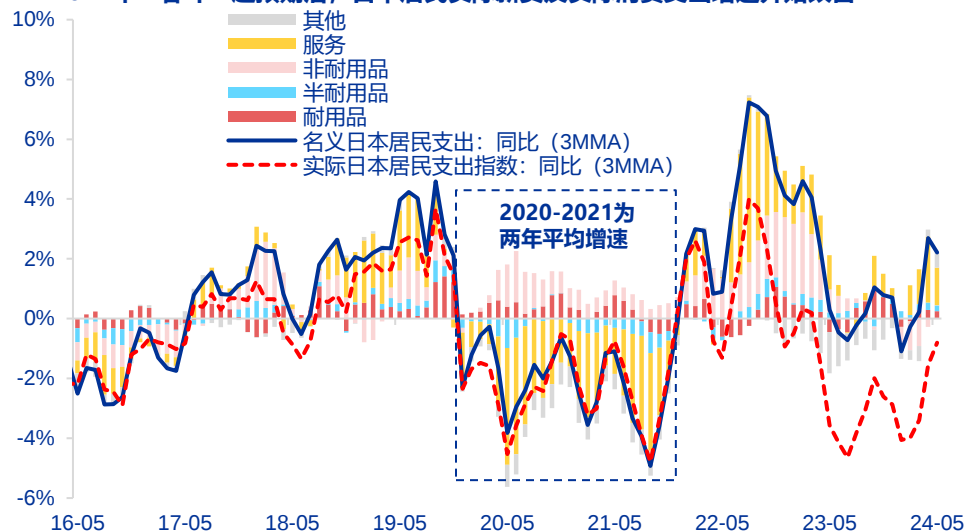
4.短期预测：预计下半年日本经济势头向上，消费、出口或均改善

■ 综上，日本今年涨薪超预期，后续日本居民实际消费大概率向上恢复，下半年将成为日本经济支撑，叠加日本工业生产在下半年改善（车企停工因素改善+海外电子需求+内需恢复），虽然2024年日本实际GDP经济增速大概率低于1%，但将更为显著的体现出“前低后高”的状态。

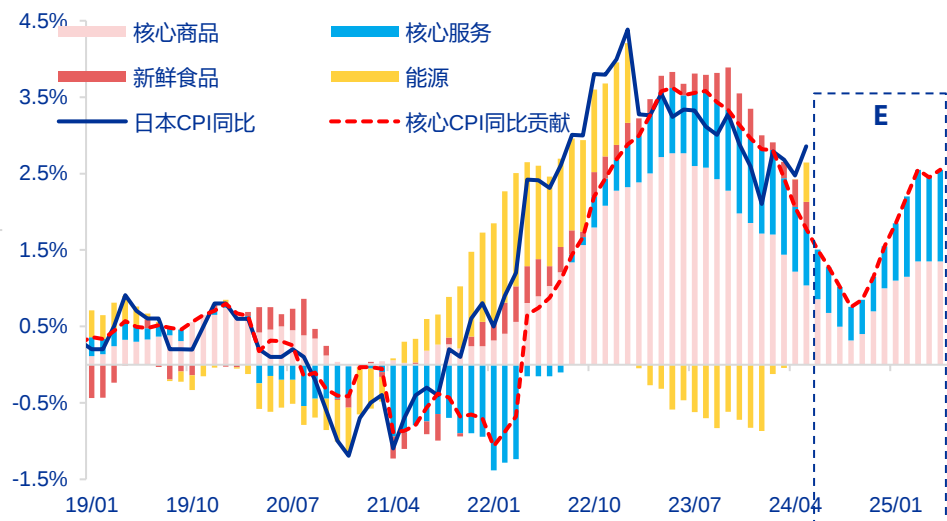
2024年上半年日本工业生产受到车企停工暂时性影响，下半年可能改善



2024年“春斗”超预期后，日本居民实际薪资及实际消费支出增速开始改善



未来12个月日本核心通胀对CPI同比贡献预测（剔除新鲜食品、能源）

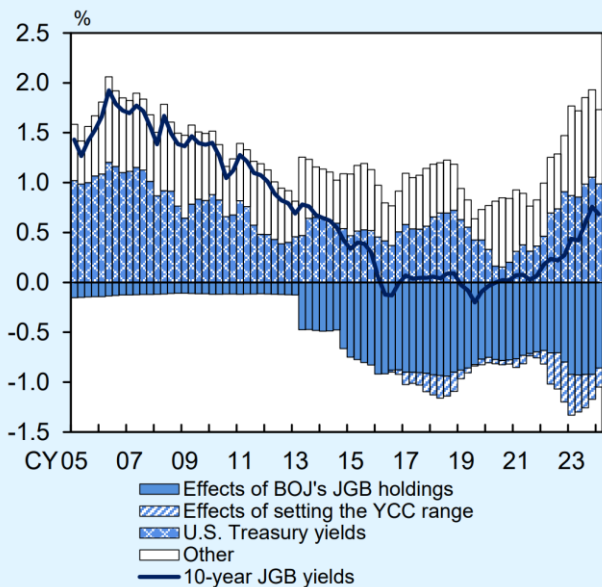


4. 短期预测：下半年日央行加息、购债Taper开启

随着日本核心CPI同比在2024年下半年见底，我们预计日央行下半年进行加息，同时开启购债Taper，这将一定程度上推升日本10Y国债利率，但由于日本政府债务规模庞大，日央行或更倾向于推动利率渐次、温和上升，同时日元在经济基本面恢复的支撑下也将积累更多升值动力。

日本央行持有的国债量对国债利率有100BP的压制作用

Chart B6-5: Sources of Changes in Long-Term Interest Rates



日元贬值往往推动日本股市上涨



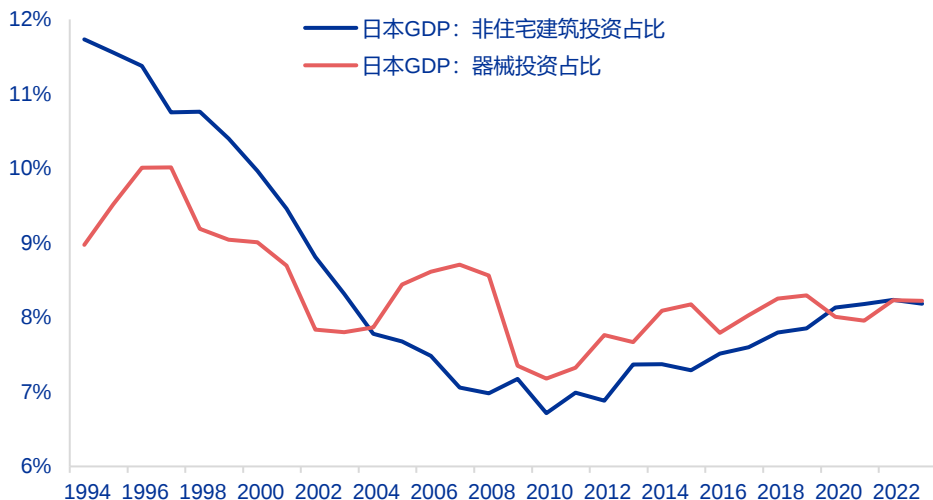
日本名义GDP（下半年通胀、经济回暖）和股市关系（%）



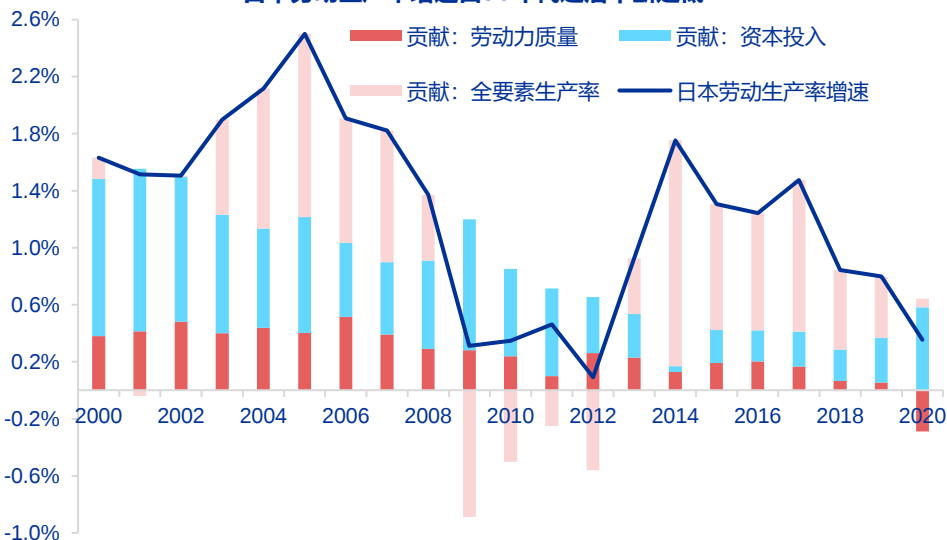
4.长期回顾：日本经济长期增长乏力的“三座大山”

- 日本经济为何在90年代之后陷入停滞？这实际上是一个复杂的多元问题，从日本劳动生产率增速结构入手，我们能够发现日本长期经济增速存在“三座大山”，即人口、资本、全要素生产率（TFP）。
- 1) 人口端，日本长期老龄化趋势已是众所周知，体现在劳动生产率中劳动力质量贡献持续下行。
- 2) 资本投入端，资产负债表衰退直接导致企业投资意愿低下，这一情况到2013年后才有趋势性改善。
- 3) 全要素生产率端，日本政府财政对于研发投入支持力度的不足导致日本无法持续在尖端技术上赶超美国，反而逐步落后于发达国家。

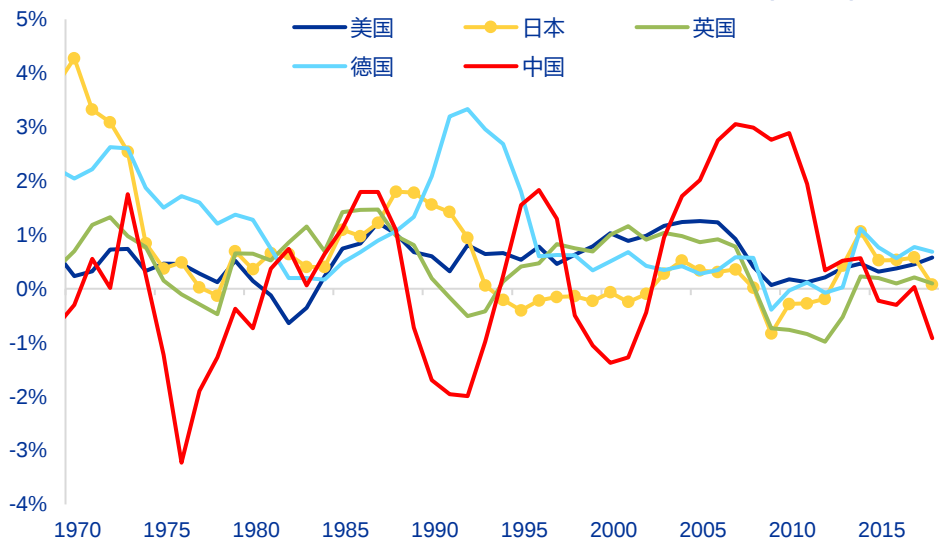
日本企业投资在2010年之后有趋势性改善



日本劳动生产率增速自90年代之后不断走低



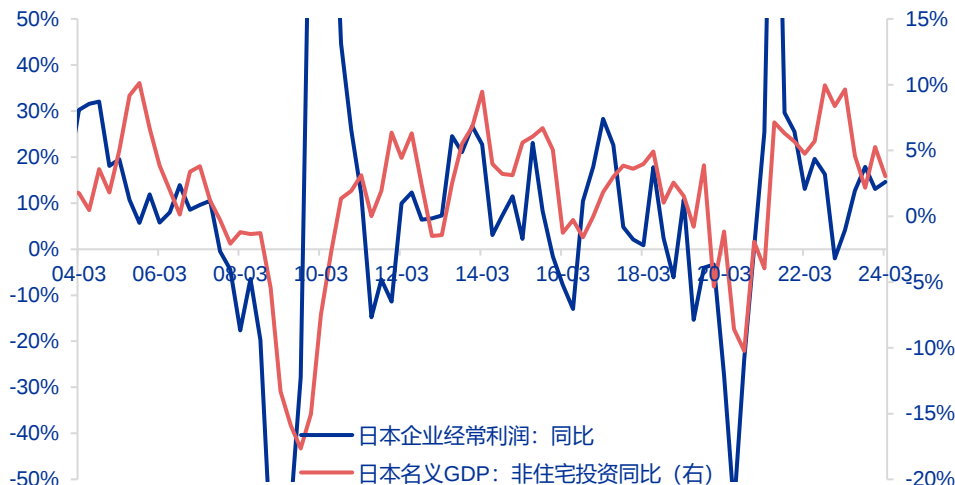
日本全要素生产率增速在90年代以后明显弱于其他发达经济体（5YMA）



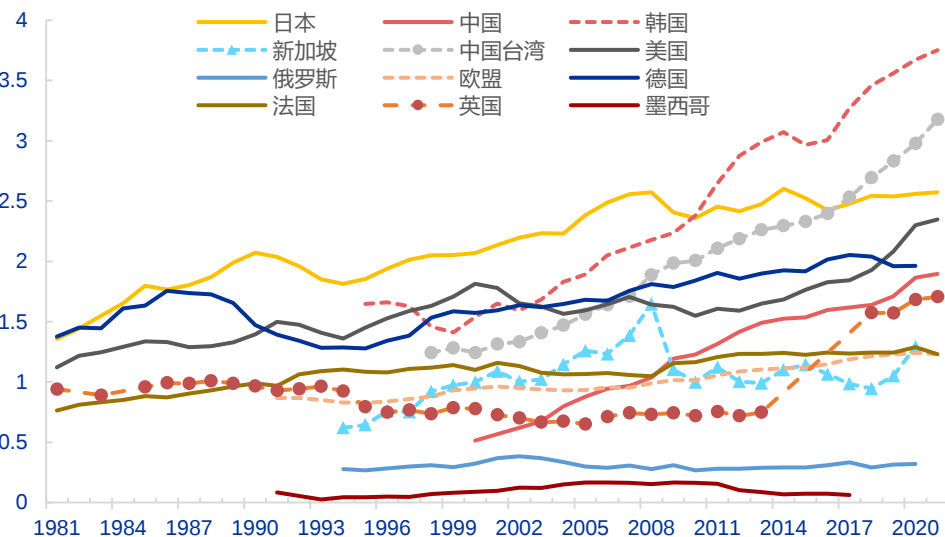
4.长期展望：日本“工资-通胀”良性循环能否持续，企业利润、投资将是关键

- 日本走出通缩的经济良性循环并不是光靠涨薪、居民消费恢复就能够长期维持的，后续还需关注日本企业投资、利润是否持续改善，以及企业能否将资金投入创新型研发投资，这才是能够在未来持续保障日本居民涨薪的根本性前提。

日本企业利润、投资能否改善是重要观测指标

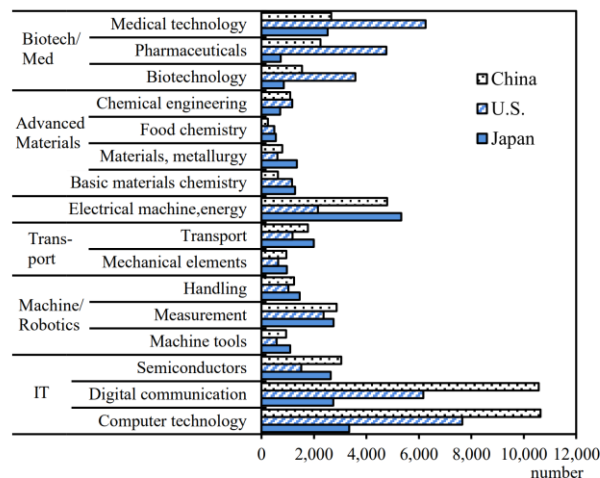


日本企业研发投入水平并不低，但问题在于集中于“流程创新”（企业研发投入 % GDP）



日本专利集中于电气机械，而不是代表未来的电子、电脑科技（个）

Number of international patents (2022)

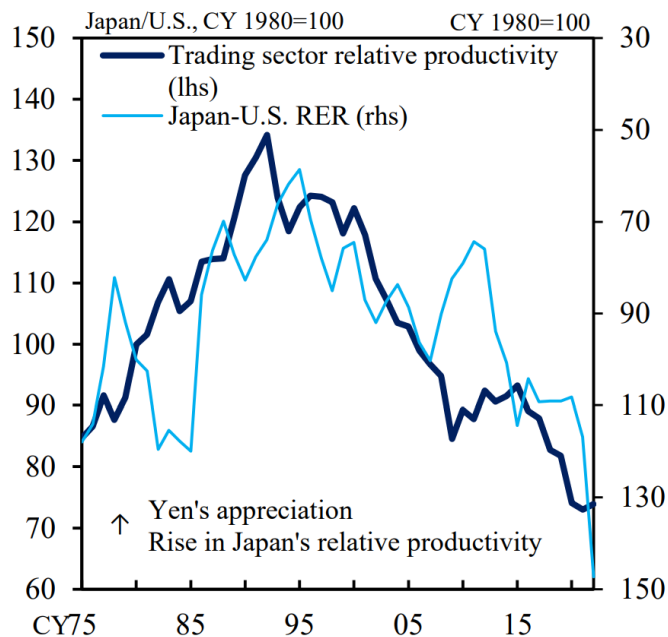


4.长期展望：日本“工资-通胀”良性循环能否持续，企业利润、投资将是关键

- 日本经济增长中枢自90年代以来的下行，从本质意义上是人口、企业、政府三重支撑的崩塌，人口、政府研发投入基本不可逆转（老龄化、社保压力），企业部门投资在安倍2013年后有所改善，后者也是此轮日本政府所期待的“工资-通胀”螺旋能否实现的重点。在“内循环”的带动下，日本企业需同时承担起创新型研发投入以及设备/厂房投资的角色，才能使得日本制造业在全球向上攀登价值链，不然日本未来仍有可能再度陷入可贸易品部门生产率/竞争力相对弱化——实际汇率贬值、居民实际收入及消费弱勢的循环（逆向巴萨效应）。

长期维度内，日本汇率与可贸易品部门生产率高度相关

Productivity differentials and RER



日本可贸易品部门生产率又会影响国内工资增速



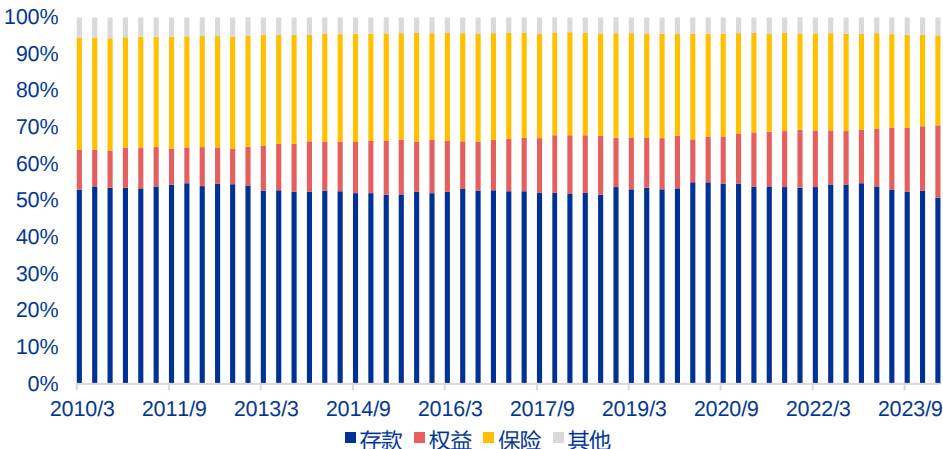
日本经济回顾及展望（1945-2024）

1. 1945-1990：日本战后经济复兴的产业格局转变
2. 1990-2013：日本如何应对资产负债表衰退？
3. 2013-2020：安倍“三支箭”政策的成色
4. 2020-至今：日本走出通缩了吗？
5. 启示：财产性收入、出海、延迟退休、政府研发投入等

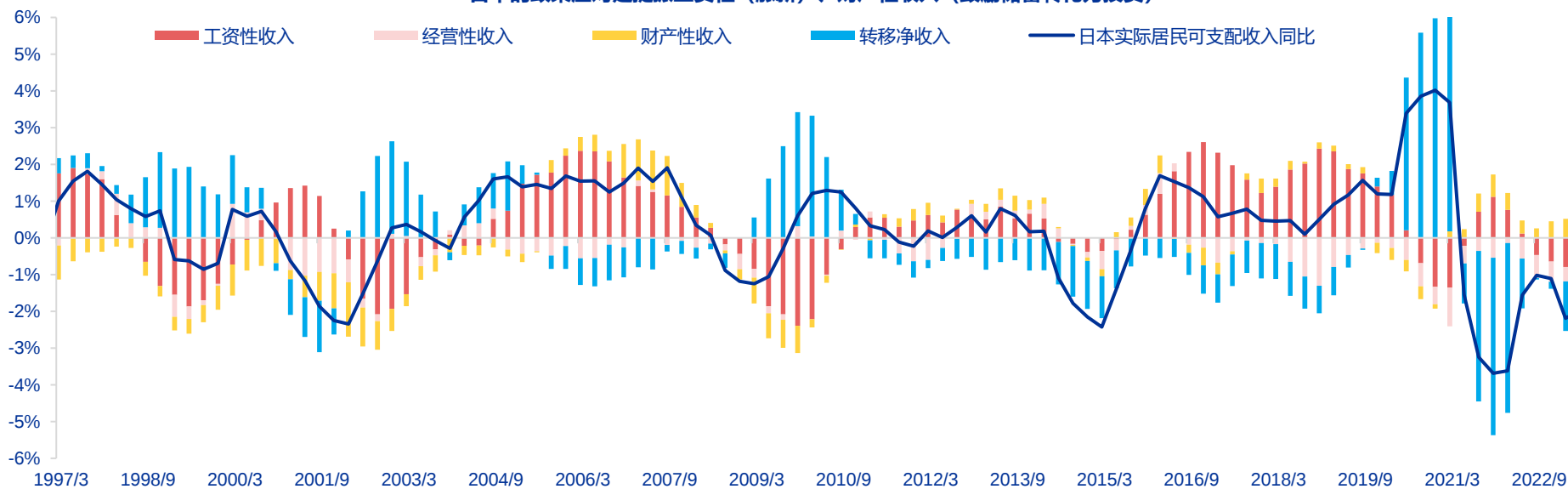
5.启示：改善居民工资、财产收入是日本政府提振居民收入的重心

- 日本自90年代以来的经济增长缓慢，也体现在居民收入上，除了经济危机期间，日本居民转移净收入常年为负，是为老龄化压力（社保）的又一体现，而经营性收入在国内需求萎靡的情况下也常年为收入增速的拖累项。
- 日本政府主要采取了两方面对策：其一是鼓励居民存款转化为投资，增厚财产性收入，具体举措如2014年安倍治下日本政府推出的NISA制度（2023年进一步扩大完善），通过免税待遇鼓励居民投资金融市场；其二是抓住输入性通胀的契机鼓励企业大幅涨薪，使得居民工资性收入提升（2024年），这在上文有详细阐述。
- 相比日本居民50%左右的存款在金融资产中的占比，我国存款比重高达60%（2022年），财产性收入提升空间广大。

日本居民金融资产结构：权益资产占比自2012年以后提升



日本居民实际可支配收入增速贡献结构（4QMA，数据截止23Q4）：社保压力（老龄化）、经营性收入（资产负债表衰退）是长期拖累，日本的政策应对是提振工资性（涨薪）、财产性收入（鼓励储蓄转化为投资）



术的研发支持有极其重要的作用

- 日本80年代高科技产业发展政策值得我国学习。
- 日本政府以管产学研合作的形式，支持企业研发，协调企业集体公关，为处于幼稚阶段的集成电路产业提供保护、出台法案为半导体产业倾斜金融资源。
- 超大规模集成电路工程研究协会（VLSI协会）：1976-1980年，日本通产省出面组织富士通、日立、三菱、东芝五大公司和几大研究所组件VLSI协会，平均每年资金量达175亿日元，在组织管理方面有以下两大特点：1) 技术专家负责决策，以联合实验室形式保持技术沟通；2) 联合研发瞄准基本原理和共性和基础研究，避免企业内耗，推动日本半导体产业赶超美国。

VLSI协会下属实验室的分工

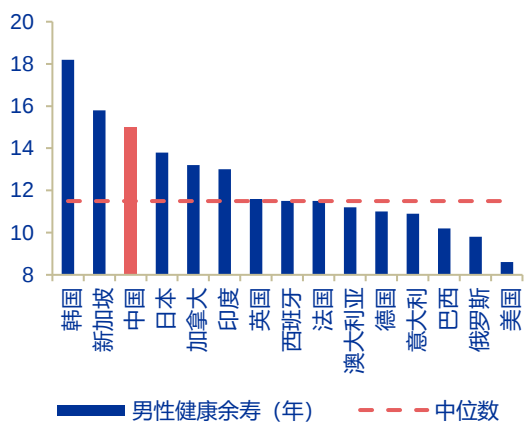
	技术门类		
	共性技术	基础技术	应用技术
微制造技术	× ×		
结晶技术			
设计技术			×
加工技术		×	×
测试技术		×	×
设备开发		×	×
任务归属	共同实验室		小组实验室

- **日本自70年代开始实施延迟退休改革，整个过程循序渐进。1971-1998为55-60岁退休阶段，1999-2019年为60-65岁退休阶段，2020年至今退休年龄正向65-70岁过渡。**
- **2021年，国务院印发的《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》提出，稳妥实施渐进式延迟法定退休年龄，逐步提高领取基本养老金最低缴费年限，日本是我国的“他山之石”。**
- **延迟退休不仅仅是关于退休年龄的改革，配套措施应当协同推进。1) 我国应着力健全多支柱养老金体系，如日本已退休老人重新参加工作可以购买在职年金。2) 我国也应运用经济激励提高老年人就业积极性，并保障就业权益，如日本政府通过的《老年人再就业法》、《高年龄者雇佣安定法》等。**

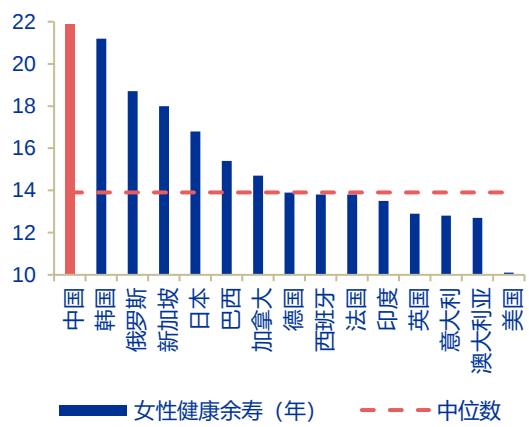
日本延迟退休改革进程

年度	主要内容
1971年	1.实施《中老年等群体雇佣促进特别措施法》，并在1973年阁僚会议明确了推进延迟退休到60岁的目标，对实施延迟退休的企业进行奖励。
1986年	1.修改编订《关于促进中老年者雇佣特别措施法》，改名为《高年龄者雇佣安定法》； 2.企业有义务努力实现雇佣员工到60岁。
1990年	1.企业对超过60未满65岁的员工实施再雇佣（努力义务）。
1994年（1998年实施）	1.60岁退休实现义务化。
2000年	1.企业有义务努力实现雇佣员工到65岁。
2004年（2006年实施）	企业需在以下三个方案中选择一项： 1.将退休年龄提升至65岁（给大中小企业留出缓冲期）； 2.引入65岁继续雇佣制度（拥有限制条件）； 3.废除退休年龄。
2012年（2013年实施）	取消65岁继续雇佣制度的限制条件，并扩大其雇佣范围，除母公司外，其子公司或分支也应为老人提供工作岗位。
2020年（2021年实施）	基于之前的三个选项，为企业提出了三个新的方案。 企业雇佣范围以内的： 1.废除退休年龄； 2.延长退休到70岁（对于65岁退休是义务，而70岁则为努力义务）； 3.引入70岁的雇佣制度（努力义务）； 企业雇佣范围以外的： 4.在其他企业实现再就职； 5.为个人职业者提供资金援助； 6.为非营利公民组织（NPO）活动提供资金援助。

男性平均健康余寿的国际对比（年）



女性平均健康余寿的国际对比（年）



可借鉴日本

- **日本企业出海支持政策借鉴：**日本在帮助企业出海方面政策完善，贸易协定方面加入多个经贸协定，着力降低日本企业所面临关税壁垒，融资方面给企业提供投资担保、低息贷款等支持，风险管理方面提供投资保险、商事仲裁等支持，本地化方面还通过国际合作局为企业产品提供商业建议等。
- **对于中国企业来说，出海是蓝海市场。**我国对新兴国家出口的消费品及满足新兴国家投资需求的商品（新兴国家驱动类）增速远远强于新兴国家内需增速，说明新兴国家主动增大自我国进口力度，反映的是我国商品出口具备较强国际竞争力，如汽车、新能源相关品类。
- **借鉴日本经验，目前我国企业出海可能仍以制造业为主，具备全球竞争力的优势制造业更为受益。而在海外站稳脚跟之后，我国可逐步向上游研发服务业进行拓展，以及下游消费品行业进行扩张，拓展海外价值链厚度。但是，我国不能如90年代的日本将本国优势产业均转移至海外，这可能会造成国内制造业空心化、产业竞争力削弱等中长期问题。**

各国总进口中来自中国进口比例：依据商品分类，可观察哪些商品未来空间更大（基本集中于中间品、资本品领域）

	商品平均	新加坡	韩国	泰国	马来西亚	印度	俄罗斯	中东	非洲	拉美
机械设备及零件	24%	10%	20%	32%	31%	35%	27%	21%	24%	20%
电气设备及零件	38%	23%	49%	43%	39%	42%	38%	31%	45%	33%
医药与化学品	21%	19%	36%	27%	25%	29%	12%	13%	13%	14%
手机和电话机	58%	53%	46%	74%	58%	36%	72%	56%	63%	60%
计算机等办公机器	53%	45%	50%	56%	53%	50%	69%	61%	54%	43%
集成电路、二极管等半导体器件	31%	9%	37%	19%	17%	33%	32%	40%	61%	29%
车辆及其零件、附件	16%	9%	14%	22%	20%	23%	15%	11%	14%	18%
面板	74%	80%	68%	93%	70%	57%		84%	71%	71%
纺织服装鞋帽箱包等	36%	19%	35%	40%	35%	41%	40%	26%	45%	44%
家具	51%	39%	71%	73%	64%	47%	46%	34%	37%	45%
玩具	62%	48%	59%	71%	64%	47%	75%	64%	62%	66%
食品	6%	10%	11%	13%	10%	1%	4%	2%	3%	3%
木制品及纸制品	16%	21%	16%	23%	26%	10%	14%	12%	9%	13%
橡胶塑料	22%	13%	33%	31%	23%	23%	22%	13%	19%	18%
矿物与金属及制品	10%	11%	6%	12%	13%	3%	21%	8%	7%	10%
投影机、传声器及无线电设备	42%	25%	39%	44%	41%	42%	56%	39%	47%	43%
精密仪器	17%	10%	17%	21%	16%	18%	20%	16%	19%	16%
家用电器	45%	26%	52%	55%	55%	46%	50%	38%	43%	45%
火车、飞机等其他交运设备	8%	3%	19%	12%	9%	6%	7%	6%	5%	10%

日本对企业出海支持政策完善

事项	支持政策/制度	主要实施机构	备注
融资	海外扩张和业务重组基金	日本政策金融工库	通过成立政策性金融机构，完善担保体系和拓宽融资渠道，为企业海外投资搭建完备融资体系。
	海外商业投资支援	内阁府	
	海外投资担保制度	全国信用担保协会联合会	
	长期低息贷款	日本国际协力银行（JBIC）	
	海外事业开展支持制度	商工中金	
	主题投资基金、多元融资渠道	“金融矿产事业团”、日本海外协力基金	
补助金	制造业、商业、服务业补助金（全球市场开拓计划）	中企厅	支持以扩大海外业务为目的的资本投资框架。
	小规模企业持续化补助金	中企厅	补贴支持小企业稳步开发销售渠道、提高运营效率所需的部分费用。
贸易支持	《跨太平洋伙伴关系协定》		营造有利日本企业进出口的国际贸易环境，降低关税壁垒。
	《日欧经济伙伴关系协定》		
	《区域全面经济伙伴协定》		
风险管理支持	海外投资保险制度	日本出口投资保险（NEXI）	用于保护由战争或自然灾害等不可抗力造成的损失、东道国政府的征收和权利损害以及外汇管制而造成收益无法汇回的损失。
	与海外交易相关的各类保险	工商会	包含中小企业海外PL保险制度、出口贸易信用保险、海外知识产权诉讼费用保险等
	商事纷争仲裁	日本商事仲裁协会	提供与海外交易相关争议风险的法律咨询。
人才培养	海外人才培养	海外人才培养协会（AOTS）	为日企出海引进高技能、国际化人才。
	国际化推进实习生项目	经济产业省	
	促进高技能外国人才积极参与	日本贸易振兴机构（JETRO）	
专家支持	Mirasapo专家派遣	中小企业厅	具有丰富海外业务经验的专家在建立基地、开发销售渠道、采购材料等方面为出海企业提供支持。
	为中坚・中小・小规模企业出海新兴国家派遣专家	通商政策局	
业务开展支持	中小企业非项目资助	国际合作局	根据发展中国家的发展需求，将中小企业的一揽子产品提交给发展中国家方面，并根据发展中国家方面的要求内容提供产品。
	以中小企业私营部门提案为基础的传播和示范项目（技术合作）	国际合作局	根据中小型企业提出的商业建议，在有关国家对其产品和技术进行试验和示范，在推广之前提高其本地适应性。
	出口基础设施系统和日本设备出海项目（技术合作）	国际合作局	在日本具有技术优势的城市交通、电力、环境技术和医药领域，研究促进技术和产品推广。
	EPA・企业出海咨询窗口	经济产业省、JETRO、中小企业组织	在全国 65 个地点设立了咨询处，接受有关和海外发展的问题和建议。
	海外小型调查服务	日本贸易振兴机构（JETRO）	通过JETRO加强对日企销售渠道发展的支持。
	海外业务战略促进支持项目	中小企业组织	为考虑海外扩张的中小企业提供商业可行性研究支持和外语网站创建支持。
信息服务	日本国际协力银行、日本贸易振兴机构以及日本国际协力组织联合为企业提供咨询，通过集中收集境外投资国家的政治、金融、贸易等信息，利用全球信息网络帮助企业开展前期调研、项目投资，参与东道国之间的有效沟通。其中，日本贸易振兴机构利用其在世界各地的分支机构联合对外投资日本企业，建立日本企业互帮互助、资源分享平台。		

- 美国经济走弱超预期，对于日本外需形成冲击。
- 日央行货币紧缩超预期，使得日本内需走弱。
- 日本企业投资转弱，“工资-通胀”循环走弱。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华东B组	李庆	18017963206	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

王茂宇
wangmy2@swsresearch.com