

分析师

段超 S0190516070004

王轶君 S0190513070008

研究助理

谢智勇

日本股市近三十年：谁是赢家？

2024年2月1日

相关报告

20231215

缓中有变：经济在发生哪些结构性变化——11月经济数据点评

20231213

重稳更重质——逐段解读2023年中央经济工作会议

20231204

修复信心：切换，恢复，再平衡——2024年中国宏观经济报告

投资要点

1990年后日本经济增速换挡下平台，资本市场也呈现出明显的分化格局，部分行业实现了显著的超额收益。本篇报告将对这些行业进行深入分析，探讨日本近三十年资产表现对资产配置启示。

在日本近三十年，三个产业实现了显著的超额收益：

- 以批发贸易（综合商社）为代表的复合型产业。此类企业往往拥有强大的资源和产业链聚合能力，同时具备出海竞争优势和高收益高分红特征。
- 以精密仪器、车辆制造等为代表的高端制造业。此类行业往往是未来经济转型和政策扶持的重心，同时持续的创新投入也强化了全球竞争优势。
- 以制药业和保险业为代表的老龄化产业。此类产业受益于人口结构变化而拥有更强的需求支撑，同时居民消费结构和资产配置变化也提供了机会。

上述产业强势表现的背后，存在以下相似要素的驱动：

- 产业政策是核心影响变量。日本“科技强国”战略对未来经济的发展重心给出了具体规划，相关产业也具备了更强的资产表现。日本养老政策改革也强力推动了保险市场的扩容，综合商社的形成也离不开政府早期推动。
- 全球化战略打破了单一市场限制。在日本市场规模受限和需求低迷环境下，出海成为日本企业的共同选择。而对综合商社和高端制造业来说，全球业务网络和科创能力构建的国际竞争力使它们拥有更强获益能力。
- 行业高集中度带来的低竞争性。上述三个优势产业的行业集中度均处于较高水平，有效降低了竞争对企业盈利表现的消极影响。同时对综合商社和保险业而言，此类行业存在一定的进入壁垒，现存企业拥有一定垄断能力。

但对不同强势产业而言，资产表现也存在一定差异：

- 复合型产业：顺周期属性更加明显，下行期跌幅更大，上涨期涨幅更高。该产业估值不占优势，盈利是股价的主要驱动。
- 高端制造业：盈利优势支撑资产回报率，同时保护垫属性明显，市场下行期表现更为稳定。综合来看，蓝筹股资产表现更优。
- 老龄化产业：相比其他两个产业，老龄化产业股价受估值驱动特征明显。行业内部分化程度更强，蓝筹股和成长股均具备增长机会。

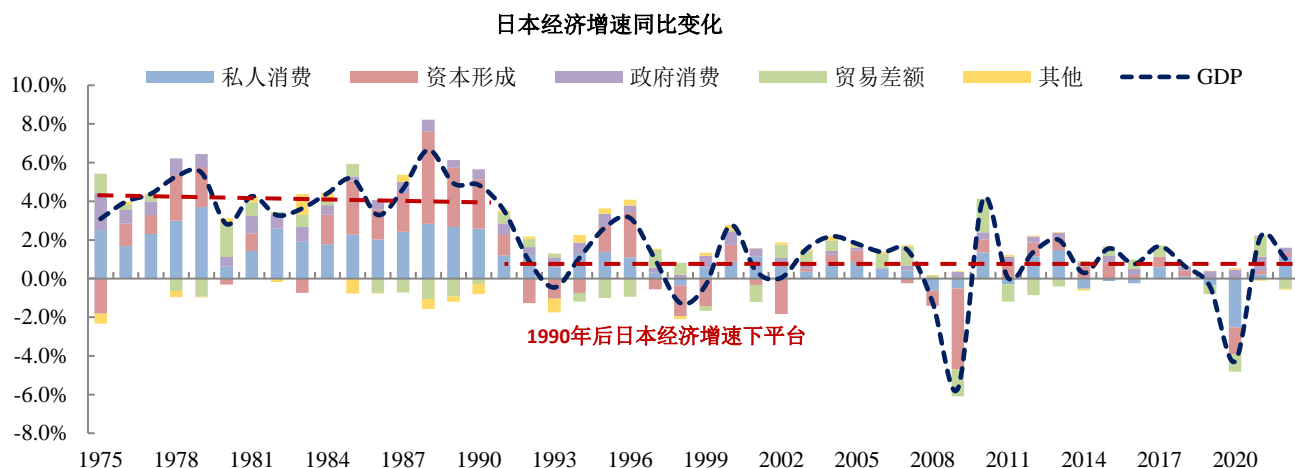
- 风险提示：地缘政治风险，国内外经济政策不确定性。

报告正文

1990年日本房地产部门调整之后，经济增速换挡下平台，资本市场也呈现出明显的分化格局，部分行业实现了显著的超额收益。本篇报告将对这些行业进行深入分析，探讨日本近三十年的资产表现对资产配置启示。

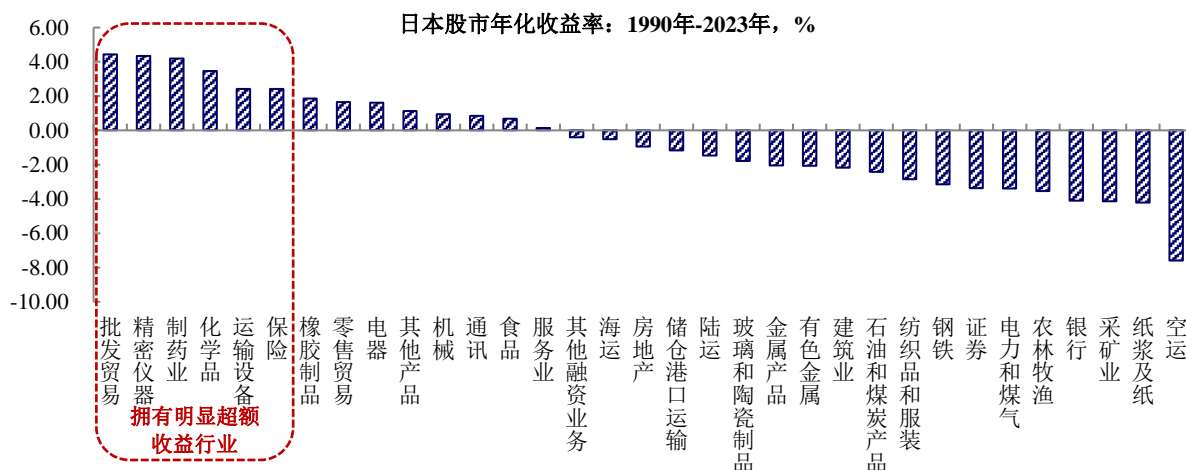
- **日本经济增速换挡下平台之后，资本市场呈现出明显的分化格局。**二十世纪90年代初期，日本房地产部门在持续过热之后出现快速调整，经济增速进入换挡期。叠加人口老龄化、居民消费意愿变化等因素作用下，日本经济增速也由中高速增长下平台至低增长区间。在基本面整体低迷的宏观环境下，日本资产市场则呈现出明显的分化格局，部分行业为投资者带来了显著的超额收益。而在这些实现高额回报率的行业里，大致可归纳为以下三条主线：
 - 1) **复合型产业：**以批发贸易业（综合商社）为典型代表；
 - 2) **高端制造业：**以精密仪器、特种化工和运输设备为典型代表；
 - 3) **老龄化产业：**以制药业和保险业为典型代表。

图表 1: 1990年房地产部门调整之后，日本经济增速换挡下平台



数据来源：WDI, CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: 日本批发贸易、制药保险和精密仪器等高端制造业拥有显著的超额回报率



数据来源：CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

主线一：复合型产业

拥有强大资源聚合能力和价值链掌控力的日本批发业（综合商社），在 1990-2023 年实现的资产回报率领先日本其他行业，其区间年化收益率为 4.43%，大幅领先日经综指-0.43%的年化收益率水平。在批发业实现高额超额回报的背后，资源聚合能力和价值链掌控力是核心解释，全球化战略、高收益高分红也是重要支撑。

- 五大商社主导日本批发业竞争格局，EPS 上行驱动行业资产回报率走强。**
 日本批发业主要由三菱、伊藤忠、三井物产、住友和丸红五大商社主导（商社为商事株式会社简称，下文统一称商社），其在批发业中的市值累计占比接近 80%。分解股价驱动因素，可以发现日本批发业估值（PE）自 2010 年来呈现下降趋势，但是每股收益（EPS）年化增速均在 10%以上，盈利驱动批发业资产回报率领先其他行业。资产表现另一值得关注的特征是，在日本地产泡沫破裂和经济下行的初期（1990 年代），批发业存在一定超额损失，五大商社的区间收益率低于日经综合表现。但是在调整期和上行期，五大商社资产收益率大幅领先行业平均水平。

图 3：五大商社主导日本批发业，利润高速增长驱动股价持续上涨

公司名称	市值占比 (三级产业 分类)	EPS 年变化 动率:2010- 2023	PE 年变化 动率:2010- 2023	区间年化收益率							
				1990-2023	2000-2023	2010-2023	1990-2000	2000-2010	2010-2020	2020-2023	
日经综合指数				-0.43%	1.37%	7.14%	-4.61%	-6.19%	6.46%	8.87%	
批发贸易	贸易公司与工业品:三菱商事	22.33%	12.66%	-3.47%	5.61%	12.33%	11.91%	-8.93%	12.91%	5.78%	28.81%
	贸易公司与工业品:伊藤忠商事	21.00%	15.22%	0.32%	6.44%	13.60%	20.62%	-8.95%	4.45%	18.25%	26.74%
	贸易公司与工业品:三井物产	18.54%	16.17%	-5.93%	6.13%	11.84%	14.82%	-6.43%	7.80%	8.08%	33.59%
	贸易公司与工业品:住友商事	8.64%	11.06%	-1.87%	3.98%	8.21%	13.55%	-5.53%	1.16%	9.76%	23.61%
	贸易公司与工业品:丸红	8.63%	13.96%	-2.95%	3.93%	10.12%	15.50%	-9.55%	3.01%	8.47%	35.12%
	贸易公司与工业品:丰田通商	6.76%	19.40%	-4.34%	6.86%	17.14%	16.77%	-14.29%	17.66%	13.54%	25.27%

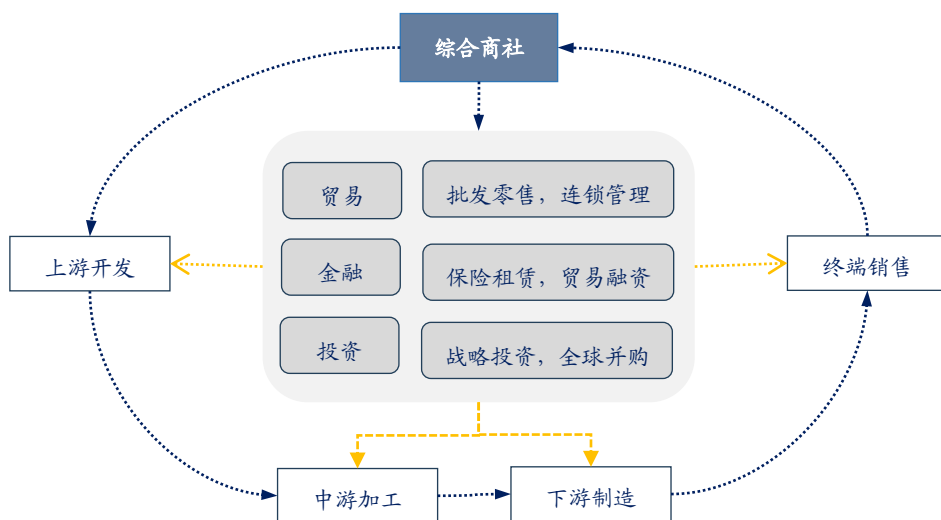
注：上图颜色分类为纵向（各区间内）比较。红色表示对应股票的区间收益率高，黄色表示区间收益率中等，绿色表示股票区间收益率低。
数据来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

资源聚合能力和价值链掌控力是解释日本批发业存在高额超额回报的核心因素，除此之外，全球化战略和高收益高回报进一步强化了批发业的资产表现：

- 强大的资源聚合能力和价值链掌控力，五大商社一定程度上发挥了日本国有的企业的功能。**与其他经济体的批发企业不同，日本商社虽以贸易起家，但是后续在国家财团支持和政府推动下，五大商社不再局限于传统的商品贸易，现阶段产业涉足了能源金属、化工机械、汽车制造和金融地产等多个产业，演变为横跨生产、流通、金融三大领域的综合性商社。作为日本财团和企业集团的重要枢纽，五大商社与实体企业或集团存在交叉持股关系，强大的资源聚合能力使其具备更深入的纵向整合与横向合作能力。它们通过收购和合资等方式，实现全产业链的资源整合和价值链的完整掌控，并在行业和市场获得强大的竞争优势。此外，五大商社同样注重投资和创新，积极参与基础设施建设，并扶持新兴行业和技术发展。综合来

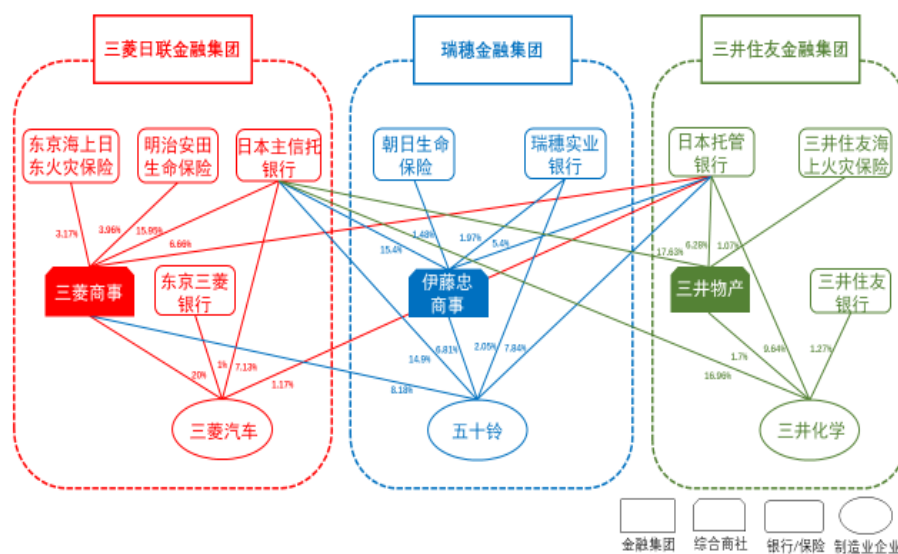
看，日本虽是世界上国有企业最少的国家之一，但是五大商社的生产和投资属性，一定程度上发挥了国有企业的功能。

图表 4: 日本综合商社运行模式示意



数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

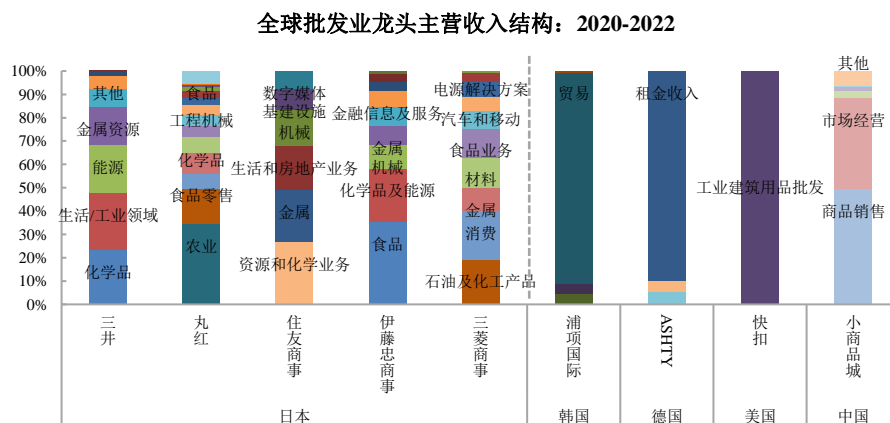
图表 5: 商社是日本财团和企业集团的重要枢纽，企业间存在交叉持股关系



注：数据详细说明参见兴证交运团队《20230119—他山之石，可见一斑——海外供应链企业发展模式探究》。

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6: 与其他经济体的批发型企业不同, 日本商社业务覆盖全产业链



注: 每个色块代表一个行业类别; 为了展示效果, 上述企业的部分主营业务文字说明并未标出。
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

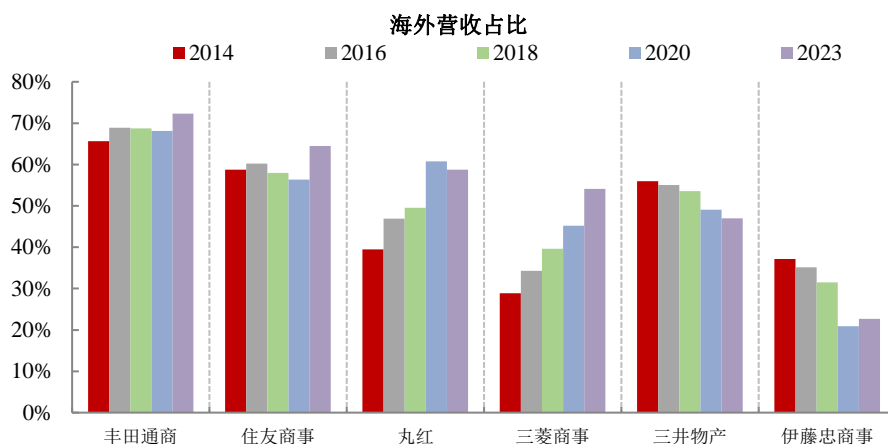
- 积极的全球化战略和广泛的全球业务网络, 日本商社打破了国内市场规模的限制。在国土面积较小、自然资源有限和人口经济下行等多重因素限制下, 日本国内市场潜力有限。为了打破这一限制, 五大商社在国际市场上积极扩张, 通过跨国贸易、海外投资和建立合作伙伴关系等方式, 建立了广泛的全球业务网络。通过拓展海外业务, 这些商社降低了对单一市场的依赖性, 并通过组合投资降低了局部经济波动的风险, 获取更丰富和更稳定的收入来源。从日本代表性商社的收入结构来看, 除了伊藤忠商社外, 其余五个企业的海外营收占比均在 50% 以上。

图表 7: 以三菱商社为例, 其生产和贸易网络覆盖全球各个区域



数据来源: 三菱商社官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

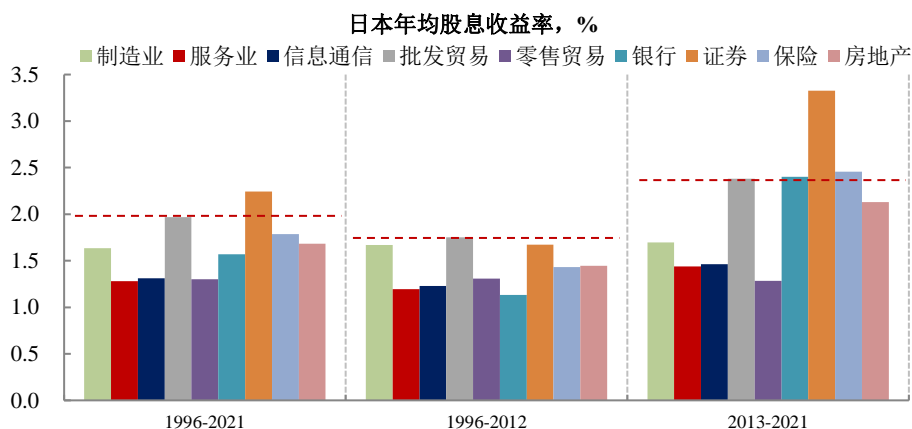
图表 8: 海外营收是日本商社的重要收入来源



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 综合商社具备高收益高分红特征，进一步强化了股东回报率水平。**一方面，日本综合商社得益于强大的资源整合能力和价值链掌控度，它们在贸易中往往具备议价权，从而具备强大的盈利能力；另一方面，财团和银行是日本商社的重要股东，能够为商社提供了丰富的资金支持和金融服务，以支持其业务扩张和项目投资；此外，日本长期的低利率政策和丰富的银企关系，使得商社企业能够低成本获得借贷资金，提高利润率。21 世纪以来，日本批发业的 ROE 水平均处于行业领先梯队，同时股息率水平也高于制造业和众多服务业，高收益高分红特征强化了日本批发业的市场表现。

图表 9: 日本批发贸易业（综合商社）的股息率处于领先水平



注: 红色虚线表示日本批发业对应区间内的年均股息收益率水平。

数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10: 日本批发贸易业（综合商社）具备高收益高分红特征

日本各行业区间盈利能力表现				
	ROE:2001-2023,%	ROE:2001-2012,%	ROE:2013-2023,%	股息率:2010-2023,%
信息与通信	9.00	7.39	10.76	2.25
航运	8.83	10.24	7.28	3.35
橡胶产品	8.73	7.16	10.45	2.70
精密仪器	8.62	7.11	10.28	1.27
批发贸易	8.59	8.09	9.14	3.16
运输设备	8.52	8.08	8.99	2.44
医药	8.04	8.74	7.28	2.66
化工	7.20	6.24	8.26	1.97
食品	6.86	5.15	8.73	2.08
机械	6.78	5.49	8.18	1.77
陆路运输	6.68	6.75	6.60	1.32
服务业	6.48	5.80	7.22	1.45
建筑	6.38	2.88	10.20	2.65
日经综合	6.32	4.93	7.82	2.15
其他产品	6.27	4.60	8.10	2.20
房地产	6.24	4.78	7.83	1.49
零售贸易	5.92	5.16	6.76	1.60
钢铁	5.50	5.96	5.00	2.57
其他金融业务	5.23	1.37	9.45	2.49
仓储港口	5.09	4.46	5.79	1.87
农林牧渔	4.96	1.66	8.56	2.15
电器	4.94	1.67	8.50	1.63
有色金属	4.86	3.51	6.33	2.34
玻璃与陶瓷	4.85	3.77	6.03	2.35
证券与商品	4.70	2.13	7.50	3.17
石油与煤	4.47	4.43	4.53	3.66
银行	4.06	2.19	6.09	3.42
保险	4.05	1.65	6.67	2.90
金属产品	3.73	2.16	5.45	2.04
电力与天然气	3.67	2.01	5.47	2.24
纺织品与服装	3.61	2.51	4.81	1.95
纸浆与纸	3.13	1.91	4.47	2.20
采矿	2.60	1.61	3.68	2.16
航空运输	-0.74	-4.91	3.81	1.58

注：上图颜色分类为纵向（各区间内）比较。红色表示对应资产表现较好，蓝色表示表现较差。
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

主线二：高端制造业

以精密仪器、特种化工和运输设备为代表的高端制造业，在1990-2023年内的区间年化收益率分别为4.33%、3.46%和2.41%，显著领先日经综指-0.43%的年化收益率水平。而支撑这些产业实现超额收益，除了日本经济结构转型、内部产业政策引导和海外市场扩张等因素外，也得益于行业自身的竞争力水平和保护壁垒属性。

- 日本高端制造业行业集中度高，且蓝筹股的资产表现更优。从三大代表性高端制造的市值结构来看，其行业集中度较高。汽车制造、机动车零部件和化工业的前5大公司市值总和占行业比重均超过60%，且第一大公司市值占比均在30%以上。从估值端来看，高估值企业的ROE水平往往也领先行业其他企业，盈利水平支撑了股价表现。从各区间的年化收益率来看，

以丰田汽车、日本电装、信越化学和基恩士为代表的大蓝筹股，除了拥有更高的回报率水平之外，其各区间的收益表现也更为稳定。

图 11：日本高端制造业行业集中度高，蓝筹股拥有更高和更稳定的资产回报率

公司名称			市值占比 (三级产业 分类)	EPS年化变 动率:2010- 2023	PE年化变 动率:2010- 2023	区间年化收益率						
						1990-2023	2000-2023	2010-2023	1990-2000	2000-2010	2010-2020	2020-2023
日经综合指数						-0.43%	1.37%	7.14%	-4.61%	-6.19%	6.46%	8.87%
汽车制造	丰田汽车	68.33%	20.89%	-8.86%	7.13%	6.36%	11.94%	8.99%	-0.98%	9.92%	17.15%	
	本田汽车	12.88%	7.53%	-4.81%	6.35%	5.84%	5.44%	7.58%	6.40%	2.63%	12.81%	
	铃木汽车	4.79%	17.41%	-6.53%	6.21%	7.06%	8.62%	4.18%	4.92%	8.26%	9.53%	
	日产汽车	3.59%	11.06%	-14.45%	-1.26%	3.67%	-0.06%	-12.16%	9.12%	0.92%	-2.48%	
	斯巴鲁	3.15%	\	-1.91%	4.67%	7.93%	16.44%	-2.76%	-2.95%	22.91%	1.73%	
	运输设备	日本电装	33.52%	11.65%	-3.09%	5.29%	7.24%	10.82%	0.75%	2.42%	8.31%	17.33%
		丰田工业	18.74%	24.63%	6.28%	4.99%	8.98%	12.99%	-4.00%	3.61%	10.96%	18.24%
		爱信精机	7.27%	2.38%	-2.45%	4.62%	7.53%	7.48%	-2.07%	7.60%	6.89%	8.98%
		住友电气工业	7.13%	8.17%	-6.83%	1.46%	3.63%	5.72%	-3.58%	0.77%	5.99%	5.06%
		日本特殊陶瓷	3.42%	14.12%	-5.03%	3.77%	7.50%	11.43%	-4.68%	2.23%	9.38%	16.72%
小糸制作所		3.38%	7.35%	-2.44%	1.62%	10.35%	9.37%	-16.61%	11.74%	14.53%	-2.54%	
特种化工		信越化学工业	39.26%	18.16%	-2.05%	9.87%	9.84%	15.37%	9.95%	2.53%	10.71%	27.87%
	日本涂料	8.86%	27.84%	4.56%	5.26%	16.08%	19.34%	-16.78%	11.67%	27.52%	1.11%	
	日东电工	4.96%	9.65%	-1.31%	6.31%	5.01%	11.24%	9.51%	-3.14%	8.80%	17.58%	
	旭化成	4.75%	7.42%	-9.62%	1.03%	5.23%	8.86%	-8.38%	0.35%	13.02%	-0.88%	
	东丽工业	3.92%	\	2.59%	0.19%	4.26%	4.53%	-8.94%	3.87%	5.55%	2.03%	
精密仪器	基恩士	\	19.03%	1.45%	12.49%	10.18%	21.29%	18.26%	-3.69%	24.66%	13.24%	
	日本电装	\	11.65%	-3.09%	5.29%	7.24%	10.82%	0.75%	2.42%	8.31%	17.33%	
	富士胶片控股	\	13.77%	-16.16%	3.40%	4.81%	10.09%	0.10%	-2.16%	8.29%	14.72%	
	京瓷	\	9.14%	-3.75%	4.44%	-0.48%	7.15%	17.24%	-10.25%	8.16%	4.67%	
	爱信精机	\	2.38%	-2.45%	4.62%	7.53%	7.48%	-2.07%	7.60%	6.89%	8.98%	
	岛津	\	17.72%	-2.34%	3.67%	11.64%	15.37%	-13.21%	6.63%	20.03%	4.49%	
	日本航空电子工业	\	15.68%	-3.33%	2.97%	10.67%	14.39%	-13.41%	5.67%	15.36%	12.01%	
	佳能电子	\	2.63%	0.15%	3.28%	6.87%	3.13%	-4.84%	12.33%	3.54%	2.12%	

注：上图颜色分类为纵向（各区间内）比较。红色表示对应股票的区间收益率高，黄色表示区间收益率中等，绿色表示股票区间收益率低。
数据来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

在这些高端制造业高回报率的背后，除了微观主体的经营战略，宏观环境和政策引导也起到了决定性的驱动作用：

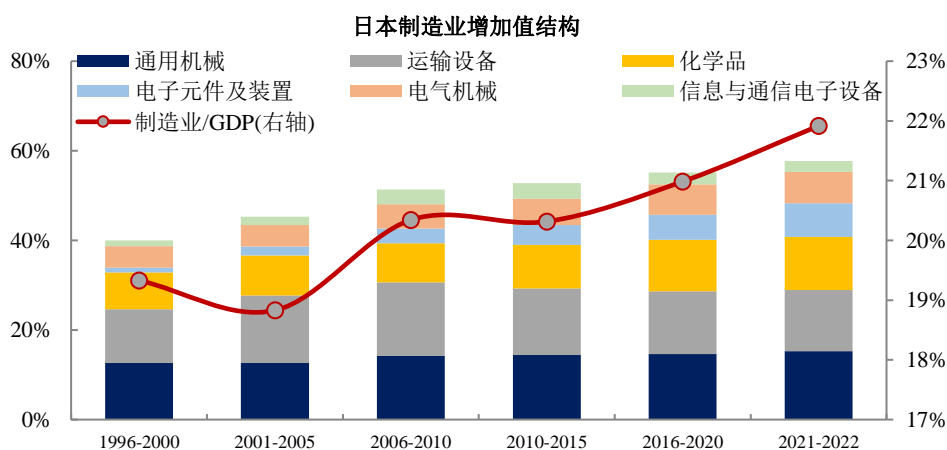
- **日本经济结构转型，高技术制造业对经济的重要性不断提升。**1990年代日本地产泡沫破裂后，日本逐步降低对服务业的依赖度，制造业占GDP的比重逐步提升。与此同时，后地产时代日本开始实施“科技立国”战略引领产业发展，日本制造业主导产业从高能耗、高投入的重化工业逐渐转变成成为低能耗、高技术的电子信息业、汽车制造等新兴产业。以通用设备、运输设备、特种化学为代表的六大高技术制造业，其占日本制造业的比重由1990年代初的40%提升至2022年的58%，高端制造业对日本经济的重要性日益深化。

图表 12: 1995 年, 日本正式确立“科技立国”战略

《科学技术基本计划》	重点领域布局
第一期 (1996-2000)	生命科学、信息科学、环境科学、纳米与材料科技
第二期 (2001-2005)	生命科学、信息通信、环境科学、纳米与材料科学、能源、制造技术、社会基础设施、科学前沿
第三期 (2006-2010)	
第四期 (2010-2015)	绿色创新（能源低碳化、能源效率提升、社会基础设施绿色化等），生命科技创新（疾病预防、早期诊疗、安全有效治疗、老年和残障人士生活质量提升等）
第五期 (2016-2020)	构建“超智能社会 5.0”的必要技术（网络安全、物联网、大数据解析、人工智能等），促进新价值产出的核心技术（机器人、传感器、生物技术、材料纳米技术、光量子等）

数据来源: 胡智慧, 王溯,《“科技立国”战略与“诺贝尔奖计划”》, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13: 日本技术密集型产业和高端制造业占 GDP 比重逐步提升



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 产业引领下提升创新研发强度, 日本在高端制造业凸显全球竞争优势。**从1996年开始, 日本每5年出台1期《科学技术基本计划》作为阶段性科技规划, 明确发展目标、定位优先发展领域, 其中生命科学、信息科学和材料科学等高端制造为重点培育方向。持续产业政策引领下, 日本企业不断加大创新研发强度, 日本创新研发支出占GDP的比重强度显著领先美欧等发达经济体。而在持续创新研发投入下, 日本在高端制造上的全球竞争优势持续凸显。从相对比较优势指数(RCA)来看, 日本在精密仪器、运输设备和化工制造上持续处于全球领先水平, 为日企出海提供了坚实基础。

图表 14: 日本三大代表性高端制造业的全球竞争力持续处于高位

		日本全球竞争力水平: RCA 指数分位数						
		1995	2000	2005	2010	2015	2020	2022
精密仪器	电影用品	99.55%	99.11%	99.55%	99.55%	99.55%	99.55%	99.55%
	测量分析控制设备	96.90%	97.79%	97.35%	97.35%	97.79%	98.23%	98.67%
	其他光学产品	97.33%	99.56%	99.11%	99.11%	99.11%	98.67%	98.22%
	光学仪器	99.10%	98.21%	98.21%	98.21%	97.76%	97.76%	97.76%
	摄影器材	99.56%	98.67%	97.78%	89.33%	84.89%	92.00%	92.44%
	仪表和计数器	94.22%	92.44%	89.78%	84.44%	83.56%	82.67%	82.67%
	医疗仪器	90.67%	88.89%	86.67%	82.22%	81.33%	80.89%	81.78%
	胶片	64.62%	77.36%	68.87%	61.79%	73.58%	75.00%	68.40%
运输设备	载人运输车辆	97.79%	97.35%	98.67%	98.23%	98.67%	98.67%	98.23%
	汽车零部件	98.67%	96.46%	97.79%	97.35%	96.46%	96.46%	96.46%
	摩托车及单车	98.67%	98.67%	98.67%	95.13%	95.58%	94.25%	93.36%
	货物运输车辆	96.02%	92.92%	92.92%	95.13%	95.13%	90.27%	92.92%
	道路机动车辆	87.95%	88.84%	89.29%	93.30%	94.64%	92.86%	91.96%
	铁路车辆及相关设备	82.41%	86.11%	90.28%	84.72%	85.19%	84.72%	85.19%
	船舶	89.82%	88.05%	86.73%	88.94%	87.61%	85.84%	84.51%
	飞机及相关设备	69.47%	73.01%	69.91%	73.45%	83.19%	76.99%	65.04%
拖车和半拖车	68.00%	46.67%	66.22%	54.67%	34.67%	31.56%	29.78%	
化学品	其他无机物	83.11%	90.87%	91.78%	94.98%	94.98%	98.63%	98.17%
	酸	90.58%	94.17%	93.72%	94.17%	93.72%	93.27%	93.27%
	颜料油漆	82.30%	87.17%	87.17%	88.94%	92.04%	92.48%	92.92%
	放射性物质	83.01%	85.92%	88.83%	88.83%	89.32%	90.78%	91.75%
	氮化合物	90.63%	91.52%	91.96%	92.86%	93.30%	91.96%	91.52%
	其他有机化学品	87.44%	89.24%	90.13%	90.58%	92.38%	91.48%	91.48%
	有机着色剂	91.11%	89.33%	88.00%	91.56%	89.33%	89.33%	87.56%
	无机化学氧化物	72.89%	80.44%	83.56%	81.78%	78.22%	80.44%	83.56%
	医药和医药产品	81.42%	80.53%	81.42%	79.20%	74.34%	80.97%	81.42%
	无机酸盐	71.30%	73.09%	72.65%	73.54%	74.44%	76.68%	75.78%
	染色鞣制提取物	66.06%	69.72%	69.27%	69.27%	72.48%	72.02%	72.02%
	药物(包括兽药)	60.89%	68.89%	69.78%	61.78%	60.89%	70.22%	70.22%

注: 红色表示日本对应产品的全球竞争力处于高位水平, 蓝色表示对应产品的全球竞争力处于较低水平。

数据来源: UNCTAD, 兴业证券经济与金融研究院整理

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/507066052021006036>