

2024年06月21日

2012年后日股的故事：安倍“出海潮”与巴菲特买点

策略主题报告

证券研究报告

报告摘要：

自上世纪80年代末泡沫破灭以来，日本的经济发展陷入长期停滞，GDP增长缓慢，失业率居高不下，通货膨胀也持续表现低迷，失去与其他主要经济体竞争的资本，这一低迷情况一直持续到2008年全球金融危机之后。可以说，上一代日本人从纸醉金迷转瞬跌入谷底，而下一代人的努力却一直难见成效。在本篇研究中，我们将视角放在2012年-2023年这十年的日本股市，发现日本似乎正在逐渐走出“失去的三十年”的阴霾。尤其是自2023年以来，日本股市迅速复苏，日经225指数2023年全年涨幅约28%，在全球权益市场中位居前列。进入2024年之后，日本股市更是成为全球资本关注的焦点所在，日经225指数一度突破40000点大关，并且多次刷新历史新高。

对于过去十年日本股市的观察和解释需要有明确的抓手，我们认为有三个重要的研究视角：1、基于90年代延续的视角，去探讨21世纪之后房价和股价的关系；2、基于2012年安倍经济学的视角，去探讨宏观政策、出海和股价的关系；3、基于2020年8月巴菲特大举布局日股五大商社，通过“巴菲特买点”去探讨股东回报与股市的关系。

1、一般规律是，房价暴跌阶段，股价比较糟糕；房价缓跌阶段主要看通胀，通胀价格信号向上多数依靠政策刺激拉动，市场往往也会给予阶段性积极反馈；房价企稳向好，市场会同步转好。按照日本基于房价与股市的定价关系，可以发现房地产企稳是2000年之后日经指数走牛的核心前提条件。区别于95年和2002年之后，2012年房价与股市之间的定价关系更值得关注。事实上，可以看到2012年日本彻底摆脱地产的负面影响，地产+建筑业占GDP相关比重基本稳定，此时市场往往会完成某种意义上的新旧动能转换的宏观叙事，在GDP增速保持平稳的前提下制造业形成对经济新的支柱力量，这点不仅体现在制造业占GDP比重持续提升，还体现在制造业产值、营收和利润的全面占优。

2、2012年之后安倍经济学之于日股的长周期反转定价并非简单财政货币化的估值推动，而是鼓励企业出海获得营收利润增长，进而对股市上涨提供重要的盈利支撑，本质上是从GDP定价走向GNP定价，使得出海成为新核心资产。2012年至2017年，日本企业年均海外并购金额超750亿美元，是2000年至2009年的3倍左右；2012-2017年日企海外收入占比持续走高至46%，海外收入增速持续高于平均水平。同时，通过鼓励大量企业出海日本企业在2017年迎来最为强劲的基本面。2017年海外投资收益达19.73万亿日元，比上一年增长9.1%。根据国投宏观团队的研究结论，我们发现在日本境内外直接投资资本回报率对比中，2012年之后海外明显偏高于境内，说明出海推高日本企业的盈利能力。从1995年到现在，出海50指数从100涨到大约800的水平，内需50指数只是从100涨到不到200的水平，本质上是通过出海实现ROE中枢的上移，进而推动中长期利润增长水平提升，形成估值系统性地重塑。

3、日股在2020年出现的巴菲特买点其本质是红利+资源，尤其是基于日本五大商社低估值高分红的特有属性与“日特估”要求公司治理改革持续加码密切相关，事实上重塑“以投资者为本”的股市生态在2023年之后对日股提供重要支撑。

风险提示：日本通胀不及预期；日本经济增长不及预期

林荣雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@essence.com.cn

邹卓青

分析师

SAC 执业证书编号：S1450524060001

zouzq2@essence.com.cn

相关报告

扶不起来的微盘	2024-06-10
换手越低，收益越高——基于主动型基金换手率与年化回报率的分组统计研究	2024-06-04
牛心熊胆——2024年中期投资策略报告	2024-05-27
重视绝对收益价值派资金的崛起	2024-05-23
地产大涨背后：反转了么？	2024-05-19

目 录

1. 日本股市 2013-2023 十年回顾：走出失落，向阳而生	9
1.1. 日本股市近十年持续复苏，2023、2024 年涨幅均居全球主要权益市场前列	9
1.2. 日企“出海”战略拉动盈利走高，公司治理改革下“日特估”方兴未艾	10
1.2.1. 高举“出海”大旗，日企分享全球经济发展红利	10
1.2.2. 公司治理改革持续加码，“日特估”方兴未艾	12
1.3. 外资追捧大盘股助力年内大幅上涨，而小盘股政策敏感性显著	13
2. 日本股市强势复苏背后：喜迎新春还是乍暖还寒？	15
2.1. 日本长期债务多由政府承担，缓解居民、企业财政压力	16
2.2. 日央行实施大规模资产购买战略，宽松流动性为股市长牛助力	17
2.3. 独特的负利率环境，逆全球周期的弱势货币促日本出口发展	18
3. 聚光灯下，步步需谨慎：日本能否走出通缩或将决定日股后续走势	20
3.1. 日本长期通缩的根源：是需求不足还是结构性供给问题？	20
3.2. 通胀目标制：预期的自我实现与日本现实差异	21
3.3. “春斗”显乐观迹象，“工资-通胀”螺旋上升或助日本走出通缩	23
3.4. 居民端的消费与投资：一代人的乘风而去，一代人的踏浪前行	26
4. 结束语：日本企业估值吸引力有望进一步增强	28
5. 附注	30

目 录

图 1. 90 年代日本赚钱的四种投资策略：科技股美股映射（小盘成长）、制造业全球竞争力（大盘成长）、消费的平替与高股息策略（大盘价值）	4
图 2. 经济弱复苏 OR 经济强复苏：基于不同经济环境下的产业赛道投资策略	4
图 3. 日经 225 与房价变化：房价暴跌股价不行；房价缓跌看通胀；房价企稳市场转好	6
图 4. 日本房价与通胀水平：短期通胀回升均与政策刺激相关（右轴单位：%）	6
图 5. 日经 225 指数 2023 年涨幅居全球前列，领跑发达市场	9
图 6. 东京 225 指数一度刷新历史新高	10
图 7. 东证上市股票总市值反超上证（截至 2024 年 2 月）	10
图 8. 日经 225 指数每股 EPS 增长迅速（单位：日元）	10
图 9. 日经 225 指数目前估值仍具吸引力	10
图 10. 日企对外直接投资额约为 1996 年的 9 倍	11
图 11. 日企海外生产比率较上世纪末几乎上涨 3 倍	11
图 12. 日本企业利润来源明显转向海外	11
图 13. 日本营业利润率创历史新高	11
图 14. 日本股票回购规模连续三年增长，创历史新高	13
图 15. 2013 年后日本外资流入量持续走高	13
图 16. 市值前 30 大盘股构成日股年内上涨主要动力	14
图 17. 过去十年日本大盘股市值翻倍，集中度显著走高 （单位：十亿日元）	14
图 18. 日本重要政策变动会导致小盘股指数迅速上涨	14
图 19. 日本 GDP 增速（%）重返正区间	15
图 20. IMF 预测日本未来两年经济增速在 1%左右	15
图 21. 日本经济最新产出缺口（%）由长期负值转正	15
图 22. 日本中央政府债务规模成倍增加	16
图 23. 日本一般政府债务占 GDP 远超其他主要经济体	16

图 24. 日本 2023 财年财政支出分布情况	17
图 25. 美国 2023 财年财政支出分布情况	17
图 26. 日央行持续购买 ETF 为市场注入流动性	18
图 27. 日央行持股比例前 10 企业（截至 2023 年 1 季度）	18
图 28. 日元兑美元相较 2013 年初贬值近 40%（美元/日元）	18
图 29. 日美政策利率走势（%）（2013 年至今）	18
图 30. 日元大幅贬值造成日本贸易收支连续三年逆差	19
图 31. 日本消费者信心指数在上世纪 90 年代显著趋弱	21
图 32. 日本零售、批发同比增速长期为负	21
图 33. 日本人口自然增长率连续 16 年为负，老龄化加剧	21
图 34. 过去三十年日本劳动生产率增速显著降低	21
图 35. 日本整体通胀水平仍低于 2%的通胀目标（单位：%）	22
图 36. 通胀预期的自我实现机制	23
图 37. 日本居民 2022 年全年收入明显低于 OECD 国家平均水平（单位：美元）	24
图 40. 日本 2024 年“春斗”后工资涨幅或进一步刷新 1990 年以来新高	25
图 41. 日本不同规模企业工资同比仍呈负增长	25
图 42. 日本当前劳动参与率已经处于世界较高水平	25
图 43. “巨无霸指数”显示日本相对购买力持续下降	26
图 44. 当前日本散户仍在持续抛出日股	27
图 45. 日本家庭资产状况（截至 2023 年三季度）	27
图 46. 过去十年日经 225 整体走势与道琼斯指数相近	28
图 47. 2023 年至今日股行业超额表现情况	28
图 48. 日本当前实际贷款利率依然为负	29
图 49. 疫情后日本房产价格指数显著上涨	29

事实上，当前国内外宏大叙事的核心：1、内部是所谓是否延续“日本化”议题，定价争议在于地产+内需 VS 高股息+出海；2、外部是所谓“科技生产力大爆发、逆全球化和去金融化”议题，定价争议在于资源品（黄金）VS 科技股（纳斯达克）。对这两个议题任一个有深刻理解，都足以在近些年投资上收获颇丰。对于这两个议题，尤其是前者，在近年来引发了国内高度关注和热烈探讨。

我们在 2023 年外发的《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》一文形成了市场广泛影响力，通过对 90 年代日本股市进行深度复盘，提出四种有效的投资策略：科技股美股映射、制造业全球竞争力（出海），消费平替与高股息策略。客观而言：从 2023 年至 2024 年上半年出海（出海三条线，认准车船电）+高股息+科技映射（AI）的定价均获得市场持续有效验证。当我们有意识地将日本化这种叙事判断与产业赛道的投资进行结合，会发现：在经济的强复苏阶段，投资的品种往往集中在消费升级、自主可控、国产替代和顺周期品种；在经济弱复苏的阶段，定价则集中在消费平替、科技美股映射、制造业出海和高股息策略。

图1. 90 年代日本赚钱的四种投资策略：科技股美股映射（小盘成长）、制造业全球竞争力（大盘成长）、消费平替与高股息策略（大盘价值）

对比类项	科技股的美股映射	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
行情表现 (相对大盘超额收益)	90年代整体 1990-1992年 1993-1997年 1998-2000年	114.35% -5.68% 45.41% 174.25%	38.90% 5.53% 31.56% 18.93%	25.25% 1.99% 4.19% 41.43%
相关专题报告	《科技成长主题投资总论：为梦想而战》	《产业全球竞争力总论：面向中国企业“新大航海”时代的投资方法论，未来3年大盘成长的投资胜负手！》	-	《高股息策略总论：永不磨灭的价值密码》
投资逻辑	核心要点 国投证券策略科技成长产业主题投资认知框架： “一定价环境——两大波——三要素——四阶段”	1. 制造业出海=具备高产业全球竞争力+能够顺利走出去+产业产品为全世界的普遍需求+不打价格战或者结束价格战，走出去的企业是几经淘汰留下来的企业+出海产品是全矩阵产品并不是单一品类。 2. 服务业出海=高产业全球竞争力+顺利走出去+网络效应+海内外渗透差+已验证具备用户粘性且实现盈利的商业模式。	市场容量足够大：相关产业仍体现一定成长性；未有明确的价格战预期	短视角而言高股息策略或被市场界定为风险厌恶的投资策略，在弱预期弱现实定价环境中超额相对明显，中长期视角看，高股息策略应该是风险中性的投资策略，最佳超额认知是走深度价值路线：既赚到股息的钱，又赚到估值的钱，意味着低换手率的特征。
90年代日本代表性标的	雅虎日本（互联网服务，18180.00%）； NTT DATA（IT服务，1712.56%）； OBIC（IT服务，874.14%）； 船桥科技（网络安全，833.90%）； ORACLE（IT服务，718.89%）； FUJI SOFT（IT服务，408.41%）	ROHM（电子元件制造，1742.48%）； 村田制造所（电子零部件，1137.88%）； 有信精密机械（机器人，1012.34%）； TOKYO SEIMITSU（半导体设备，820.22%）； 日本电产（电动马达，646.96%）； 丰田合成（汽车零部件，531.40%）； 丰田汽车（汽车，158.88%）	伊藤园（茶叶饮料，1352.70%）； AVEX（娱乐，1059.88%）； 良品计划（平价服饰，914.88%）； 迅销（平价服饰，853.89%）； 景盛（平价餐饮，821.84%）； Tutsumi（珠宝首饰，793.69%）； 泛太平洋国际（折扣店，553.34%）； 萨莉亚（平价西餐，413.30%）； LOCK FIELD（预制食品，292.21%）； IDOM（二手车销售，253.95%）	武田药品（医药制药，137.14%）； 大和控股（物流运输，179.82%）； OKINAWA CELLULAR TELEPHONE（电信服务，132.39%）； PEOPLE（玩具，156.42%）； 日本亚洲投资（金融，36.88%）

资料来源：Bloomberg，国投证券研究中心

图2. 经济弱复苏 OR 经济强复苏:基于不同经济环境下的产业赛道投资策略



资料来源：Wind，国投证券研究中心

的确，自上世纪 80 年代末泡沫破灭以来，日本的经济陷入长期停滞，GDP 增长缓慢，失业率居高不下，通货膨胀也持续表现低迷，失去与其他主要经济体竞争的资本，这一低迷情况一直持续到 2008 年全球金融危机之后。可以说，上一代日本人从纸醉金迷转瞬跌入谷底，而下一代人的努力却一直难见成效。在本篇研究中，我们将视角放在 2012 年-2023 年这十年

的日本股市，发现日本似乎正在逐渐走出“失去的三十年”的阴霾，并且大致而言可以分为三个阶段：

第一阶段：2013-2017 年摆脱阴霾阶段。从 2012 年年底“安倍经济学”实施的那一刻，日经指数就开始恢复持续上涨，伴随着日本上市公司盈利持续改善，日经指数震荡走高并在 2017 年达到高位。我们注意到，日经 225 指数在 2012 年年底前一度长期低于 10000 点大关，同上世纪八十年代初的股价水平基本相当。从这一角度来看，“失去的三十年”可谓名副其实。而截至 2017 年底，日经 225 指数已经接近 23000 点，整体翻了两倍还要多。在公司盈利方面，根据彭博测算，2012 年全年日经 225 指数每股盈利（EPS）仅为 442.1 日元，而 2017 年全年该数据已经飙升至 1191.5 日元。可以说，正是日本上市公司盈利端的强势复苏成为 2013-2017 年间拉动日经 225 指数摆脱历史低点的关键。

第二阶段：2018 年-2019 年遭遇挫折阶段。在金融危机 10 年后量化宽松资金支持下的投资温床迎来终结，加上贸易摩擦和中美政治博弈，除美股外全球主要权益市场基本上没有赢家。日经指数在此之后迎来转折，同时安倍经济学给日本留下两个非常突出的重大隐患开始在 2018 年-2019 年间开始爆发：其一是日本的债务激增，其二则是日元长期大幅贬值。一旦这两者间形成恶性循环，日本的债务货币化进程就会难以为继。在 2012 年底“安倍经济学”实施之前，美元兑日元的价格基本处在 80 上下波动，而目前美元兑日元的最新价格已经突破了 150，日元价值几乎腰斩。我们注意到，日元的大幅贬值主要来源于两个时段，首先是 2013 年至 2015 年，美元兑日元在 2015 年年中一度达到 125 的相对高点，随后稳定在 110 左右；其次则是 2022 年至今。长期高筑的债务使得日本很难提高利率，而同期美国却开启加息周期，利差的扩大使当时的海外资本更倾向于流入美国，而日元长期大幅贬值则严重压榨了日本国内以内需为主的上市公司的盈利空间，进而使得日股整体表现有所波动。

第三阶段：2020 至今高歌猛进阶段。有观点将日股在 2020 年走牛后日央行亲自下场购买 ETF 绑定，尤其是自 2020 年 3 月起将年度购买 ETF 上限由 6 万亿日元进一步上调至 12 万亿日元。我们认为有一定道理，当然外资不断涌入所带来的积极贡献也同样重要。根据联合国贸易与发展会议统计的 FDI 流量来看，2020 年全年流入日本的资金量仅 107 亿美元，而 2021 年、2022 年该数据迅速飙升至 246 亿、325 亿，外资对于日本的信心由此可见一斑。与此同时，外商直接投资日本所获得的收入也由 2020 年的不足 3 万亿日元上升至 4 万亿日元。在刚刚过去的 2023 年，外资更是进一步增加了对日本的投入，带动日本股市迎来加速爆发，代表性的日经 225 指数在去年年底突破 33000 点，同时全年累计涨幅超 28%，在全球主要权益市场处于领先地位。而在进入 2024 年以后，日经 225 指数更是已经多次刷新过去 34 年以来的最高纪录，在 3 月 22 日一度达到 40888 点的峰值。

对于过去十年日本股市的观察和解释需要有明确的抓手，我们认为有三个有重要的研究视角：1、基于 90 年代延续的视角，去探讨 21 世纪之后房价和股价的关系；2、基于 2012 年安倍经济学的视角，去探讨宏观政策、出海和股价的关系；3、基于 2020 年 8 月年巴菲特大举布局日股五大商社，通过“巴菲特买点”去探讨股东回报与股市的关系。

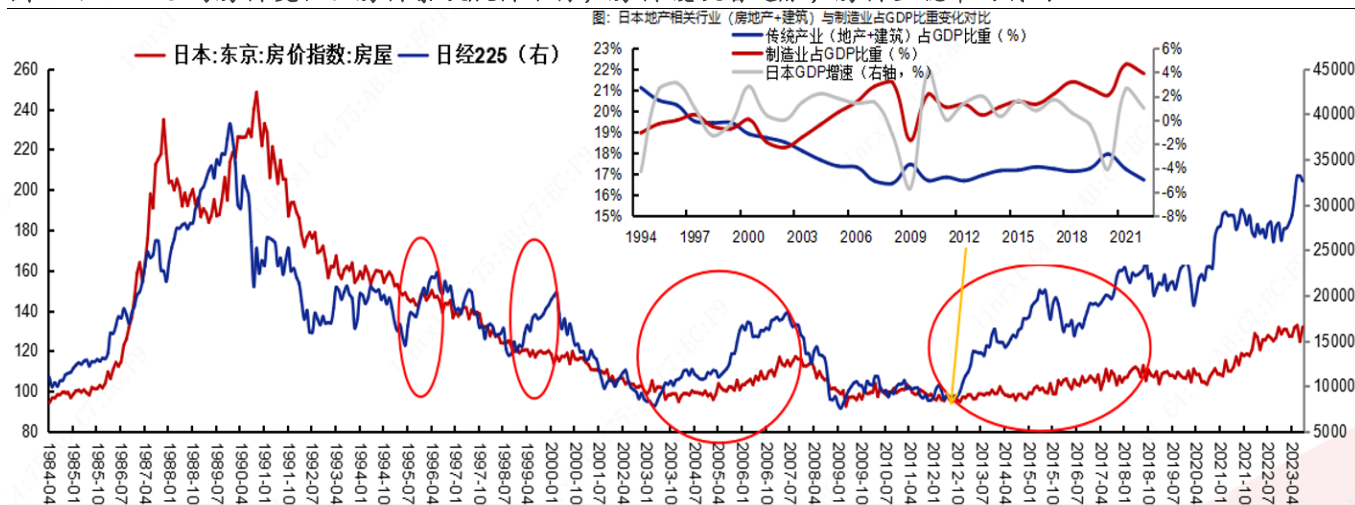
最终，我们可以总结出以下几点结论，供广大投资者参考：

1、一般规律是，房价暴跌阶段，股价比较糟糕；房价缓跌阶段主要看通胀，通胀价格信号向上多数依靠政策刺激拉动，市场往往也会给予阶段性积极反馈；房价企稳向好，市场会同步转好。2012 年-2017 年日股长周期反转定价的核心是房地产负面拖累结束，日本完成某种意义上的新旧动能宏观叙事转变。按照日本基于房价与股市的定价关系，可以发现房地产企稳是 2000 年之后日经指数走牛的核心前提条件。区别于 1995 年和 2002 年之后，2012 年房价与股市之间的定价关系更值得关注。事实上，可以看到 2012 年日本彻底摆脱地产的负面影响，地产+建筑业占 GDP 相关比重基本稳定，此时市场往往会完成某种意义上的新旧动能转换的宏观叙事，在 GDP 增速保持平稳的前提下制造业形成对经济新的支柱力量，这点不仅体现在制造业占 GDP 比重持续提升，还体现在制造业产值、营收和利润的全面占优。在这个过

程中，值得高度注意的是有别于1995年和2002年呈现通胀出现回升，2012年之后日本通胀并未持续回升，在2013年-2017年日本股市上涨期间，通胀均处于较低的水平，说明当宏观叙事发生转换后通胀或许就不是核心的定价因素，有可能实现这一转换的过程通胀依然维持较低的水平。具体而言：贯穿90年代至今日本股市与楼市主要有以下五个阶段：

- 1) 1990-1992年房价暴跌阶段，股市同步暴跌：其中东京房价指数从1990年10月最高点的248.5下滑至1992年12月的165，跌幅超30%，而日经225指数更是从接近39000点的历史高位一路跌至不足17000点，可谓实现了股价的“腰斩”；
- 2) 1993年初-1996年6月，房价下行速率趋缓，日经225出现止跌并在后续年份有所复苏回暖：这一时期主要是由于95-97年日本进行了一定规模的公共基础设施建设刺激和消费税举措，引发通胀上行，东京房价指数在140-160区间震荡下行，而日经225指数则在1996年上半年重新突破了20000点大关；
- 3) 1998年9月-2000年3月，该阶段房价延续下行，但日经225指数在输入型通胀和科网浪潮下出现显著回暖：东京房价指数持续跌破120大关，不及历史高点的一半，而日经225指数则再度从16000点反弹至20000点以上，区间涨幅超25%；
- 4) 2003年4月-2007年6月，该阶段日本房价低位企稳，东京地区在2005年之后出现小幅回暖，日经225再现回暖：这一时期东京房价指数基本保持在100-110区间内，而日经225指数则从2003年4月过去四十年间的最低点7800点左右恢复到了接近17000点的平均水平。
- 5) 2012年10月-2018年9月：日本楼市价格低位震荡，地产和建筑业占GDP比重基本保持在17%左右，而制造业占GDP比重则逐步突破20%，成为推动日本经济的新支柱，日经225指数也随之显著复苏，实现了从12000点到24000点的第一次价格翻倍。

图3. 日经225与房价变化：房价暴跌股价不行；房价缓跌看通胀；房价企稳市场转好



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图4. 日本房价与通胀水平：短期通胀回升均与政策刺激相关（右轴单位：%）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2、2012 年之后安倍经济学之于日股的长周期反转定价并非简单财政货币化的估值推动，而是鼓励企业出海获得营收利润增长，进而对股市上涨提供重要的盈利支撑，本质上是从 GDP 定价走向 GNP 定价，使得出海成为新核心资产。站在 2012 年安倍经济学的角度，区别于众多安倍经济学大规模释放流动性，刺激国内消费以及牺牲汇率输入通胀的一系列论调，我们认为其成功的核心在于给予国内优势企业无限低廉资金支撑，使得在国内通缩海外相对通胀的环境中大胆出海走出去，对应基于股市定价海外扩张使得企业收入、利润以及现金流指标大幅改善，完美推动“制造业形成对经济新的支柱力量”这一过程的形成，极大推动“日本有海外，海外造日本”的愿景。直观地说，基于日本股市的角度，安倍经济学的成功是鼓励企业出海收获巨大的成功。

具体而言：2012 年至 2017 年，日本企业年均海外并购金额超 750 亿美元，是 2000 年至 2009 年年均 260 亿美元的 3 倍左右；2012 年之后日本对外投资量（OFDI）大幅攀升；2012-2017 年日企海外收入占比持续走高至 46%，海外收入增速持续高于平均水平。同时，通过鼓励大量企业出海日本企业在 2017 年迎来最为强劲的基本面。2017 年海外投资收益达 19.73 万亿日元，比上一年增长 9.1%；2017 年经常项目盈余达 21.87 万亿日元，同比增长 7.5%，盈余规模仅次于金融危机爆发前 2007 年，贡献最大的是包括利息、红利在内的海外投资收益大幅增长。2017 年度日本上市公司手头现金达到约 120 万亿日元，现金占总资产的比率达 11%，高于美国的 7%，对应日本上市企业的利润和资金都已达到历史较高水平，资产增长达到泡沫危机以来历史新高。

在日本企业成功出海背后，根据国投宏观团队的研究结论会发现在日本境内外直接投资资本回报率对比中，2012 年之后海外明显偏高于境内，说明出海推高日本企业的盈利能力，长期来看对资本市场就是有意义的，其本质是推动 GDP 定价走向 GNP 定价。接下来观察日本内需 VS 出海的长期股价表现，设定指数在 1995 年为 100，红色线是大规模出海 50 只股票的股价表现，蓝色线是收入集中在国内市场的 50 只股票的表现。从 1995 年到现在，出海 50 指数从 100 涨到大约 800 的水平，内需 50 指数只是从 100 涨到不到 200 的水平。明在一个内部增长乏力的经济之中，有竞争力的企业大规模出海能够提高它的回报率，而业绩表现反馈到股价上表现为外需指数相对内需指数在长期有更好的表现，本质上是通过出海实现 ROE 中枢的上移，进而推动中长期利润增长水平提升，形成估值系统性地重塑。事实上，日本在 2000 年以后由于大量日本企业成功出海，多数时间 GNP 增速高于 GDP 增速，日本股市的定价开始从 GDP 转向 GNP，区别 GDP 定价的核心是围绕消费和投资拉动的经济模式下的内需定价，显然 GNP 定价的核心是优势产业基于产业全球竞争力的出海定价。

3、日股在 2020 年出现的巴菲特买点其本质是红利+资源，尤其是基于日本五大商社低估值高分红的特有属性与“日特估”要求公司治理改革持续加码密切相关，事实上重塑“以投资者为本”的股市生态在 2023 年之后对日本股市提供重要支撑。而巴菲特在本轮日股投资成功核心在于巴菲特押宝对了本轮日元贬值的趋势。基于 2020 年 8 月年巴菲特大举布局日股，我们称之为“巴菲特买点”，对这一买点的解释我们认为能够有效解释 2020 年至今日股再次走牛的核心原因。自 2020 年 8 月起，巴菲特首次对日本五大商社进行了投资，初始持股比例约为 5%，总投资金额高达 60 亿美元。三井、伊藤忠、丸红、住友和三菱五家公司是日本著名的五大商社，其财团控制了日本接近 99% 的大型生产企业及贸易公司。到了 2022 年秋季，巴菲特称 5 家商社的持股比例已提高至 6% 左右，增持约 24 亿美元。2023 年 4 月巴菲特时隔 12 年再次到访日本，将对日本五大商社的投资持股比例提高到 7.4%。到 2024 年 2 月，这一比例已经提升至约 9%。有人认定：借日元买日股进行套利作为巴菲特买点的核心理由，我们认为这种套利行为在深度价值派眼中未必站得住脚。考虑到至今日元兑美元差不多贬值约 45%，借来日元买入美股现在再卖掉美股换成日元或许能获得更多。此前，巴菲特曾公开阐述他投资日本股市的几个关键因素，包括高现金流、高股息回报，以及日本企业在财务管理上的审慎态度，通常不进行新股增发等。事实上，撇开阴谋论的叙事，“巴菲特买点”的形成我们认为核心是以下几个因素：

1) 2020 年站在全球资本的角度，在疫情肆虐和地缘政治不断加剧的大环境下，或许隐约感觉到在逆全球化下世界秩序的变化。之前全球化下有钱可以买到货，而逆全球化下“货币”属性分离，有钱未必能买到货，拥有丰富生产资料部门和掌握贸易环节的关键部门的定价优势开始体现。日本商社主要收益来源于金属矿产、能源、农业领域等上游商品，受近年来全球资源品大幅涨价的影响，五大商社的归母净利润实现明显提升。这点在巴菲特还增持美国两大能源公司——雪佛龙与西方石油可以得到侧面印证。

2) 可以发现，2020 年是全球资本开始对大盘成长类资产出现松动的元年。价值派资金开始增加现金储备，并购入大量大盘价值高股息类资产以及绝对低估值的高性价比资产，例如日股五大商社寻求稳定高分红；全球成长派资金开始购入大量小盘成长类资产，例如 FDI 大量流入以越南为代表的东南亚新兴国家，而作为传统大盘成长的中国资产则遭遇冷落，事后形成大盘价值+小盘成长双主线投资趋势。在此背景下，2023 年全年海外投资者净买入日股 3.12 万亿日元，其规模创出 2013 年以来的新高。

3) “日特估”要求公司治理改革持续加码，要求增强分红，重塑“以投资者为本”的股市生态在 2023 年之后对日本股市提供重要支撑。长期低利率环境使得大量大型公司认为资金“张口就来”，生产经营行为出现老化僵化，2020-2022 年日经 225 指数成分股平均依然有接近一半的股票 $PB < 1$ ，相比之下标普 500 成分股的这一比例不足 10%。2023 年日本证券交易所进一步明确严格要求公司将资本回报率提高到加权平均资本成本以上，通过股票回购、增加股息的办法改善相关财务指标，进而吸引更多海外投资。从 2017 年起，日本商社的股息率和分红比例也是逐年上升，并维持在较高位置。2023 财年日本上市企业本财年预期分红额合计为 16 万亿日元，比创历史最高的 2022 财年实际分红额高出 1000 亿日元左右，预计连续 3 年刷新最高纪录。

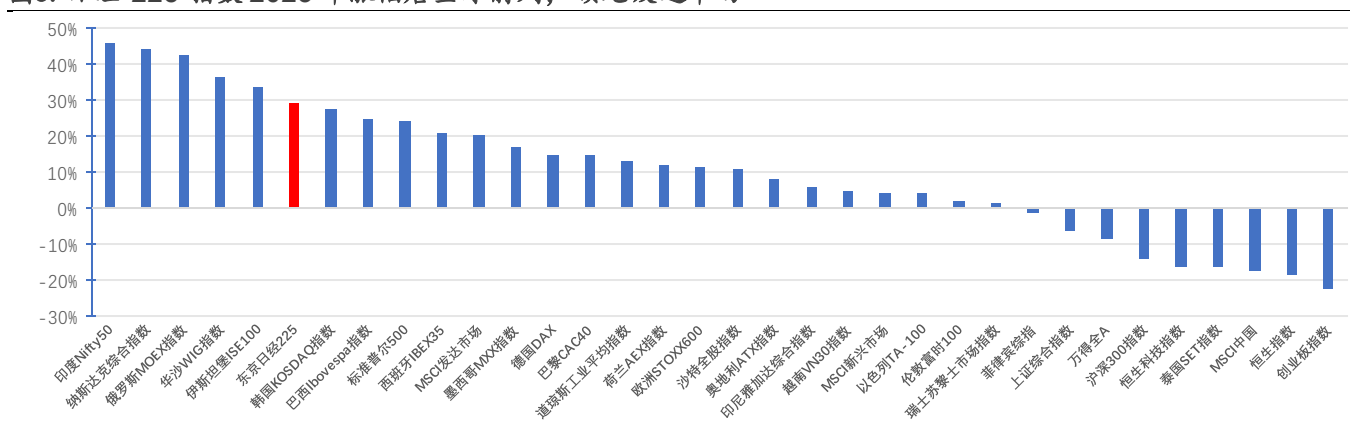
4) 日股的巴菲特买点投资需要结合其在日本其他的资产投资结合观察，事实上，巴菲特实现股债汇“三吃”，其成功核心在于巴菲特押宝对了本轮日元贬值的趋势。首先，通过发行日元债券，巴菲特获得巨额资金。在日本负利率环境中，发行这些债券需要负担的利息成本极低，近乎无成本地获得大量日元。其次，利用发行债券募集的日元资本开始投资日本五大商社获取较债券成本高得多的高股息收益，同时推高五大商社的股价。最后，虽然日元兑美元汇率大幅下跌（从 2020 年 1:100 跌至现在的 1:155），但巴菲特利用更少的美元偿还债务，实现汇率上套利收益。整个过程中，巴菲特运用较少的自有资金，通过杠杆和汇率变动实现股债汇“三吃”。

1. 日本股市 2013-2023 十年回顾：走出失落，向阳而生

1.1. 日本股市近十年持续复苏，2023、2024 年涨幅均居全球主要权益市场前列

2013 年“安倍经济学”实施后，受积极的财政政策、宽松的货币政策及广泛的增长战略“三箭齐发”的影响，日本股市逐步开启了其稳健的复苏旅程。2015 年 4 月 22 日，日经 225 指数收于 20133.90 点，1990 年之后首次超过两万点；2021 年 2 月 15 日，日经指数已达 30084.15 点，是 1990 年之后首次超过 3 万点。而自 2023 年开始，乘着全球权益市场普涨的东风，日经 225 指数更是直接开始了其冲高之路。日经 225 指数 2023 年全年涨幅约 28%，不仅在发达市场中仅次于美国纳斯达克指数，远远高于 2023 年发达市场不及 5% 的年平均涨幅，而且在全球权益市场中也位居前列。

图5. 日经 225 指数 2023 年涨幅居全球前列，领跑发达市场



资料来源：Wind, 国投证券研究中心

进入 2024 年，日本股市毫无疑问地成为了全球资本关注的最大焦点。截至 6 月 10 日收盘，最新日经 225 指数报收 39038 点，尽管较 3 月 22 日年内最高 40888 点的收盘价稍有回落，但在今年全球权益市场普遍表现优异的背景下，其年内大约 15% 的涨幅也依然遥遥领先。

在股票的整体市值方面，根据世界交易所联盟的统计显示，以月度计算，2024 年 1 月在东京证券交易所上市的股票合计总市值约为 634 万（百万美元），而同期上海证券交易所上市的股票合计总市值约为 604 万（百万美元）。这是自 2020 年 7 月以来东证市值首次反超上证，重新回到亚洲第一。这意味着在全球投资者眼中，随着我国股市的增长预期逐渐放缓，早先被减持的日本股市在一定程度上成为了前者的良好替代。

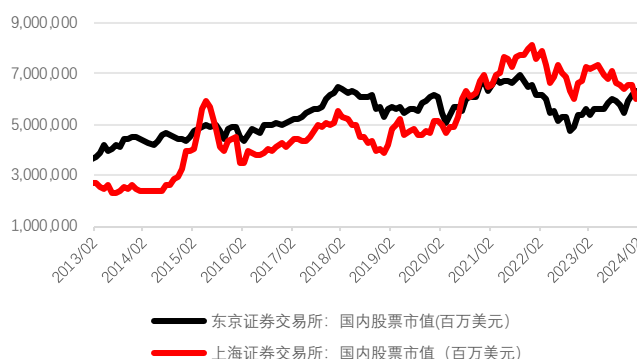
我们注意到，目前我国投资者对于日股的追捧，从今年以来在上证市场交易的华夏野村日经 225ETF 成交活跃量是去年均值的数倍便可见一斑。而除华夏野村日经 225ETF 外，华安基金、易方达基金、工银瑞信基金管理的日经 ETF 的成交额今年同样明显增加。1 月 17 日，2 月 22 日，华夏基金曾两度发布溢价风险提示公告提示投资者切勿盲目投资，同时采取临时停牌措施，这一现象的发生充分验证了今年开年我国投资者对于日本股市高涨的投资热情。

图6. 东京 225 指数一度刷新历史新高



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图7. 东证上市股票总市值反超上证(截至 2024 年 2 月)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

1.2. 日企“出海”战略拉动盈利走高，公司治理改革下“日特估”方兴未艾

自 2013 年起，日经 225 指数每股 EPS 持续走高，2021 年一度创下每股 EPS1658 日元的历史新高。同 2013 年相比，过去十年日经 225 股市每股 EPS 累计涨幅约 73.63%，是拉动日经 225 指数飙升的主要因素。

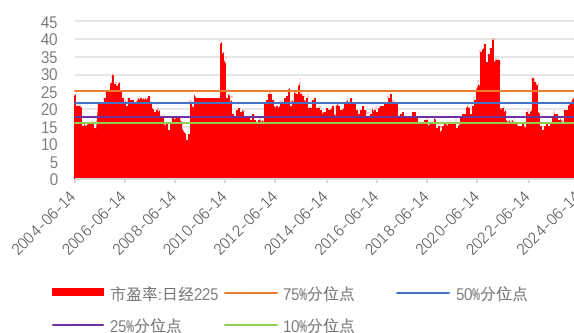
相比之下，过去十年里日经 225 指数的市盈率（PE）上升幅度却并不明显，目前最新的市盈率在 20 倍上下波动，甚至略低于 2013 年同期的水平。而在 1989 年日股上一轮历史高点之际，日本股市的整体市盈率一度突破 60 倍。与此同时，从历史分位点来看，50.64%的水平（截至 6 月 12 日）也具有相当程度的估值吸引力。我们认为，日股估值端的修复或许将成为日经 225 指数能否进一步上涨的重要影响因素之一。

图8. 日经 225 指数每股 EPS 增长迅速（单位:日元）



资料来源: Bloomberg, 国投证券研究中心

图9. 日经 225 指数目前估值仍具吸引力



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

1.2.1. 高举“出海”大旗，日企分享全球经济发展红利

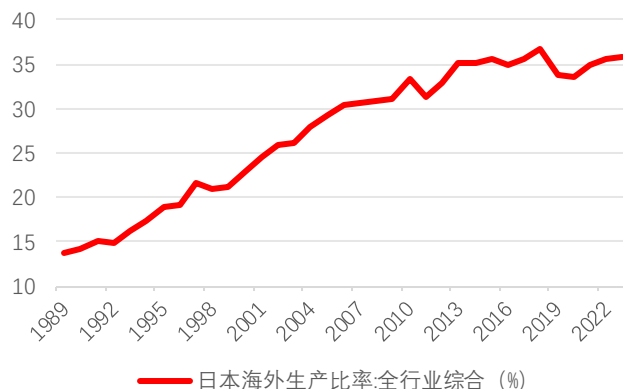
在上世纪九十年代，日本先后经历了泡沫经济崩溃以及亚洲金融危机。从此之后，日本就一直面临着国内经济明显放缓，进而缺乏明确内部增长点的局面。为了经济能够复苏，日本企业不得不将目光投向海外，通过企业“出海”的形势实现从“贸易立国”到“投资立国”的战略性转变。在上世纪 90 年代末期，日本企业的对外直接投资（在海外建厂、并购海外企业等）的整体金额仅仅在 3 万亿日元左右，但截至 2023 年底该数据已经超过 28 万亿日元的水平，大约相当于翻了 9 倍。与此同时，日本企业在海外工厂进行产品生产的比例也由 1989 年的 13.7%提升至 35.8%，扩张幅度接近三倍。

图10. 日企对外直接投资额约为 1996 年的 9 倍



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图11. 日企海外生产比率较上世纪末几乎上涨 3 倍

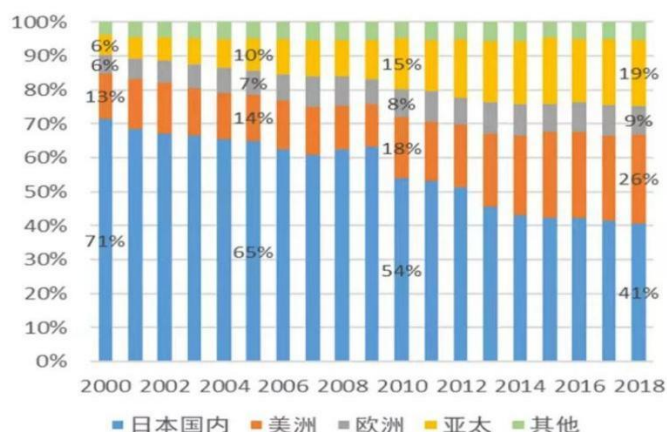


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

随着日本企业高举“出海”大旗，积极融入全球化发展，过去二十年间日本企业的收益结构发生重要改变。回顾 2000 年，当时日本上市公司的利润中尚且有超过七成来源于日本国内，而到了 2018 年该比率已经降至四成左右，因为利润来源更多分散到了美洲、亚太地区以及欧洲等全球不同地区。我们认为，正是由于目前日本上市的诸多公司主要收入转向海外，才使得全球经济的走势成为日企盈利迅速增长，乃至显著超过本国 GDP 增速的底层逻辑。

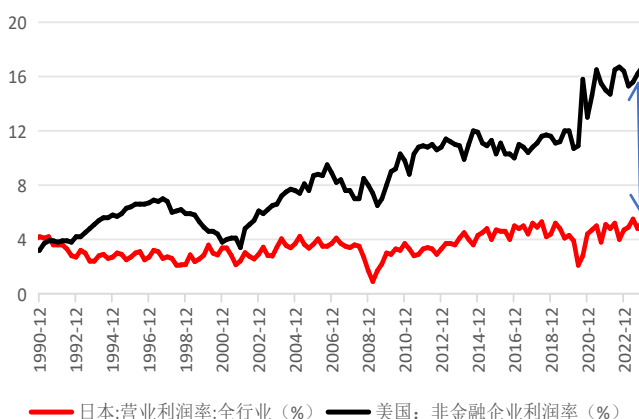
此外，在过去的很长一段时间内，日本企业走的都是注重占领市场份额的规模化路线。一旦面临激烈的产品竞争，日本企业往往是采取降价、牺牲利润的方式来保证自己的市场占有率。然而在过去的十年里，日本企业在采取类似措施时遇到了很大的阻力。首先，受人口减少的影响，大部分商品在日本国内市场的整体规模处于不变甚至缩小的状态。即使相关企业守住了市场份额，但是其销售收入还是会逐年减少。其次，在国际市场上，由于劳动力价格相对更为低廉，中国企业在出口竞争中又具备比日本企业更大的成本优势。正是在这种内外交困的背景下，日本企业开始改变观念，逐步摒弃以往一味注重市场份额的想法，将目光转向看生产更高附加价值的、更有竞争力的产品。目前来看，日本企业相较以往更加注重资本的运转效率，同时也更加注重提高自身的竞争力与利润率，这使得日本全行业营业利润率已经来到了历史新高的 5.3%。不过相较美国企业而言，日本企业的利润率仍存在较大提高空间。因此，随着未来日本企业利润率的进一步提升，日股盈利端的增长或许还远远未走到尽头。

图12. 日本企业利润来源明显转向海外



资料来源: 日本贸易振兴机构官网 (Jetro)

图13. 日本营业利润率创历史新高



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

1.2.2. 公司治理改革持续加码，“日特估”方兴未艾

回顾日本企业发展的历史，我们发现日本企业普遍在利用公司资产进行再投资方面缺乏紧迫感，他们往往忽视少数股东的利益，并且可能不会将股东回报最大化作为最终经营目标。我们认为，正是这点降低了过去日本企业相对美国、德国等发达经济体国家的企业在股市中的吸引力，导致其估值长期偏低。

若要仔细考察造成这一现象的原因，我们可能需要追溯到上世纪五十年代。当时，日本正进行二战后的重建，而大型银行在这一阶段建立起来的大部分企业中都扮演着极为重要的角色。它们不仅为这些企业提供必须的贷款，还会在这些企业中任命自己的员工担任会计总监等重要岗位。通过这些安排，大型银行在日本企业内形成了以自身为核心的内部圈层。对于这些大型银行而言，企业自身的财务状况是最重要的，这充分保障了公司管理层、客户、供应商和银行的利益，但与此同时也带来了资本周转效率低下，少数股东陷于边缘地位的负面影响。

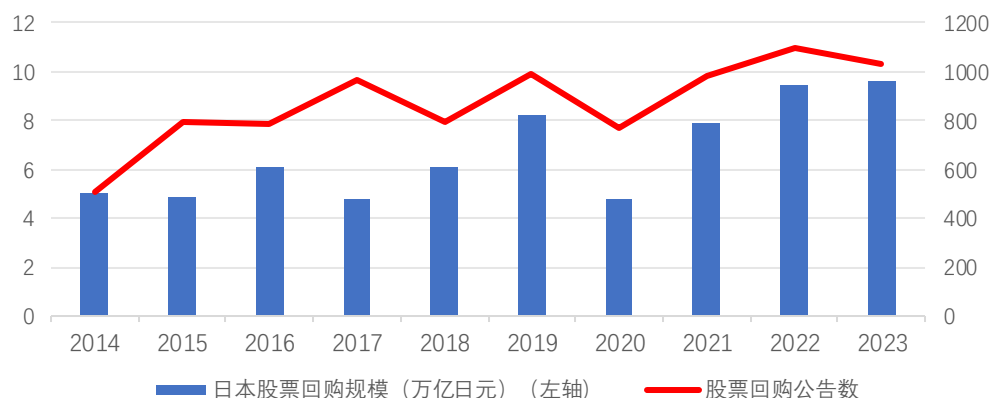
直到上世纪九十年代初，随着日本资产泡沫逐渐破裂，大型银行专注于解决大量不良贷款问题，它们对企业的影响才逐渐减弱。他们在日本企业中占据的份额逐渐被外国投资者取代，并且直到今天为止外国投资者都仍在日本股市中占据着最大份额，大约 30%。随着外国投资者的影响力增大，日本企业开始面临越来越严格的审查。这就又产生了包括“母子公司”共同上市（母公司及其子公司在同一交易所上市，通常会容易出现利益冲突）、交叉持股、防御性收购措施以及小股东的利益诉求被忽略在内的一系列新问题。

因此，为了解决这些长期制约日本企业进一步发展的问題，日本政府在 2013 年正式宣布推进公司治理改革。随后，日本政府分别于 2014 年和 2015 年发布了《管理守则》和《企业管治准则》，目的就是解决长期困扰日本市场、使全球投资者望而却步的金融保守主义问题。我们认为，相关政策给日本企业带来了广泛变革，尤其是在董事会结构的变化和对资本配置的重新思考方面。其中，2015 年东京证券交易所颁布的《企业管治准则》中明确提出了“遵守或解释”的原则：上市公司要么遵守准则指引，要么在不遵守的情况下提供完整的解释。这一准则要求日本企业必须更加积极有效地利用资本，无论是通过发放股息、股票回购、参与并购还是用于研发，否则将面临退市风险。

在此基础上，东京证券交易所在 2023 年 3 月进一步要求公司披露计划将资本回报率提高到加权平均资本成本以上，并且特别关注股票交易价格低于账面价值的公司（即市净率 $PB < 1$ 的公司）。这一举措对于日本股市产生了相当积极的促进作用，因为不良的资本配置是导致过去日本股市被低估的主要原因。我们注意到，在日经 225 指数的成分股中，有接近一半的股票 $PB < 1$ ，相比之下标普 500 成分股的这一比例不足 10%。通过股票回购、增加股息的办法改善相关财务指标，无疑有助于提升日本企业的国际竞争力，进而吸引更多海外投资。

随着日本企业加速股票回购（2023 年 5 月单月回购额创下历史新高）并减少交叉持股，我们认为上述政策正逐步对日本企业产生实质性影响。目前来看，许多日本大型公司已经摆脱数十年的“佛系”态度，通过股票回购、提高股息等不同举措改善自身财务状况。从长远来看，我们认为在这一背景下产生的大量“日特估”企业或将显著改善日本股市估值端整体相对低迷的表现，在盈利端上行空间收窄的情况下拉动日本股市继续上涨。

图14. 日本股票回购规模连续三年增长，创历史新高



资料来源：日本经济新闻，国投证券研究中心

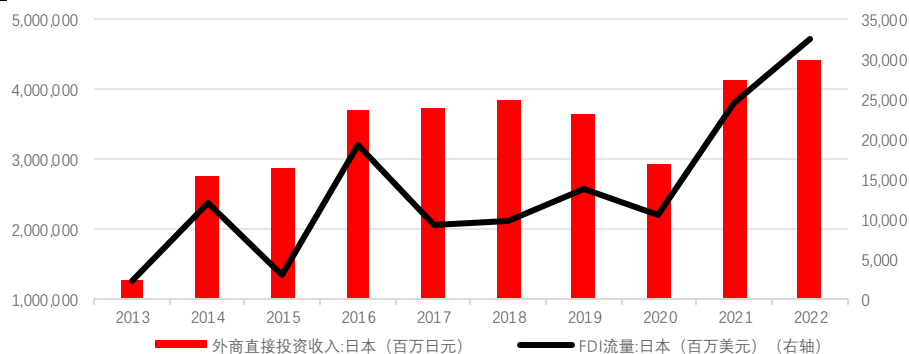
1.3. 外资追捧大盘股助力年内大幅上涨，而小盘股政策敏感性显著

我们注意到，在 2020 年巴菲特重金买入日本股市后，外资对于日本经济复苏的信心持续走高。如图 1 所示，象征日本 FDI 流量的曲线在 2021、2022 年斜率陡增。从最新消息来看，巴菲特不仅在 2023 年上半年对日本大幅加仓，并且在今年 3 月的致股东信中也表态将“无限期保持对五家日本商社的投资”，此举无疑会继续鼓舞海外投资者买入日本。

其实从历史上看，海外投资者对于日本的偏爱其实长期存在，尤其是美国和欧洲的养老金基金等长期投资者，他们多年来一直在全球市场积极布局。自从上世纪 90 年代后期以来，日本在会计领域实施了被称为“大爆炸”的制度改革，开始与国际制度接轨。由于日本上市企业的财务报表与美国企业采用了同样的标准，这使得海外投资者近悦远来。

日本交易所官网显示，在刚刚过去的 2023 年，海外投资者全年净买入日本股票总额为 3.1 万亿日元，而今年这一指标仅在前两个月就已经高达 2.7 万亿日元。如果这一趋势得以延续，那么毫无疑问今年的数据将再度大幅刷新历史新高。与此同时，目前海外投资者所持有的日本股票占比约 30%，超过日本银行和国内散户等其他投资主体位居第一，而这一比重在 1985 年上一轮高点来临前还不过是 7%。更夸张的是，在当前的日本股市中，海外投资者的交易金额甚至能够占到约 60%。上述数据充分表明，近两年海外投资者对日本股票的配置热情高涨。

图15. 2013 年后日本外资流入量持续走高

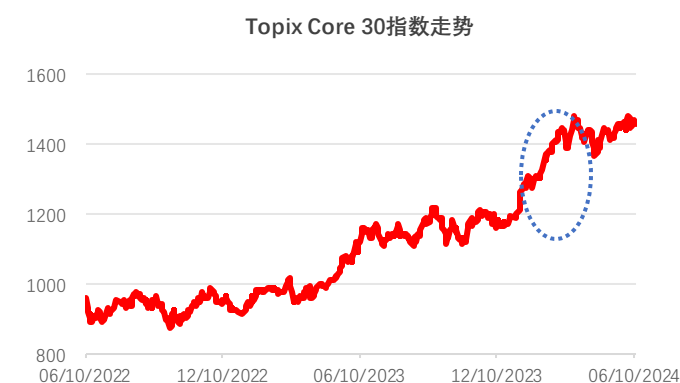


资料来源：Wind，国投证券研究中心

同去年 12 月 29 日收盘价相比，截至 6 月 10 日，由 30 支主要股票构成的东证股价指数 Topix Core 30 上涨了 23.45%，成为日股上涨的主导因素。值得一提的是，其成分股总市值目前已经高达 200 万亿日元，相比 2008 年翻了一倍，而其中市值超过 10 万亿日元的股票就有 15 家。这意味着，当下日股大盘股的集中度正在走高。

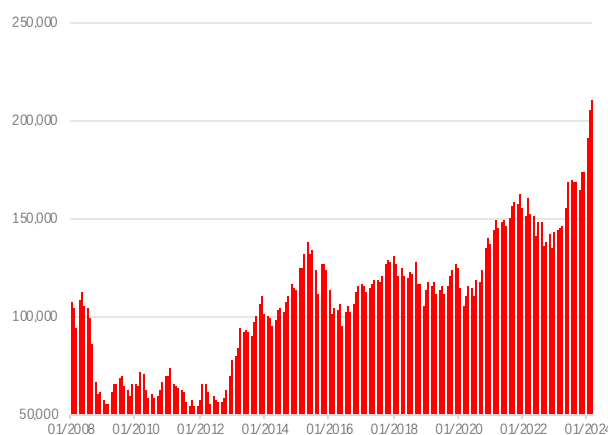
我们认为，大盘股表现相对突出的事实说明，日股年初以来的涨势大部分是受海外投资者增持的影响。随着 AI 热潮的再度兴起，尤其是半导体行情复苏的前景看好，日本大型半导体制造设备企业 Tokyo Electron 今年在 Core 30 成分股中涨幅居于首位，其他相关设备年内也普遍呈现涨势。日本大盘股较高的知名度和更好的流动性成为吸引海外投资者的关键。

图16. 市值前 30 大盘股构成日股年内上涨主要动力



资料来源: CEIC, 国投证券研究中心

图17. 过去十年日本大盘股市值翻倍，集中度显著走高
(单位: 十亿日元)



资料来源: CEIC, 国投证券研究中心

而与外资长期流入带来的大盘股涨势不同，我们注意到日本小盘股往往会因受到新政策出台的提振作用而出现短时间内的强劲增长。以东证 Small 指数为例，其在 2013 年全年涨幅高达 45.08%。一方面，当时持续改善的经济环境带动了消费者信心提升、家庭支出增加，与消费相关的行业受益显著；另一方面，当时宽松的货币政策的推出也给诸多出口导向型企业带来了不错的利润前景。此外，对小型企业开展的并购重组行动也成为小盘股估值提升的重要推力。无独有偶，类似的状况在 2016 年日本官宣进入负利率的时候再度出现，并且这一次小盘股指数上升的幅度更加明显。因此，我们有理由认为受政策变动影响，日本小盘股会出现一波迅速且直接的涨势。

图18. 日本重要政策变动会导致小盘股指数迅速上涨



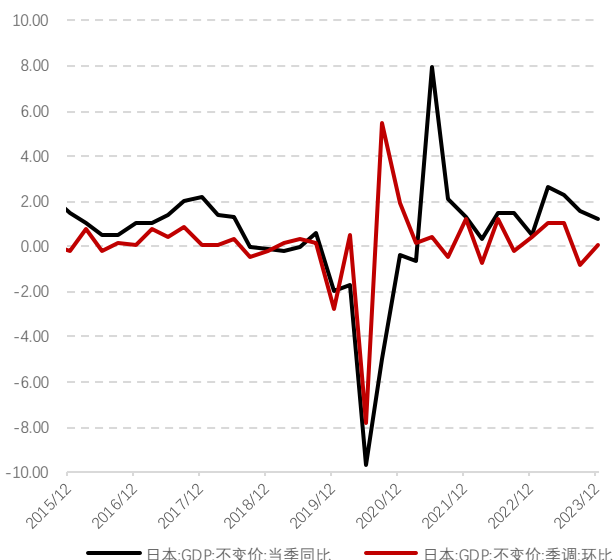
资料来源: CEIC, 国投证券研究中心

2. 日本股市强势复苏背后：喜迎新春还是乍暖还寒？

自 2013 年以来，随着“安倍经济学”的推行，积极的货币政策、灵活的财政政策以及“增长战略”多措并举，日本不仅逐步摆脱了自上世纪 90 年代末以来长期深度通缩的局面，而且 GDP 增速也基本可以稳定回到正增长区间。可以说，日本经济已经渐渐走出了所谓“失去的三十年”，这为日本股市的回暖奠定了坚实的基础。

我们注意到，虽然在过去的 2023 年第三、四季度，日本 GDP 连续两个季度出现收缩，但日本 2023 全年依然实现了 1.9% 左右的经济增长。从总量上来看，目前日本 GDP 总值已经被德国超越，居世界第四位；但如果我们截取近十年的数据，累计已突破两位数的 GDP 增速足以证明日本经济已经重新进入了增长区间。根据 2024 年 1 月 IMF《世界经济展望》的预测，日本在 2024、2025 年将维持 1% 左右的 GDP 增长，彰显了当前日本经济基本面明显改善的趋势。此外，在过去的三十年中，日本实际产出长期低于潜在水平，即产出缺口一直为负，这也是表明日本经济基本面长期低迷的重要指标之一。但是，2023 年四季度最新的产出缺口已经回到了 0.016% 的正值。这同样说明，日本经济的前景正逐渐趋于好转。

图19. 日本 GDP 增速 (%) 重返正区间



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图20. IMF 预测日本未来两年经济增速在 1% 左右

表1.《世界经济展望》预测概览
(百分比变化, 除非另有注明)

	年同比				与2023年10月《世界经济展望》预测的差距 1/				四季度同比 2/			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2025
世界产出	3.5	3.1	3.1	3.2	0.2	0.0	3.1	3.1	3.1			
发达经济体	2.6	1.6	1.5	1.8	0.1	0.0	1.6	1.6	1.7			
美国	1.9	2.5	2.1	1.7	0.6	-0.1	2.9	1.5	1.9			
欧元区	3.4	0.5	0.9	1.7	-0.3	-0.1	0.2	1.5	1.6			
德国	1.8	-0.3	0.5	1.6	-0.4	-0.4	-0.1	1.1	1.9			
法国	2.5	0.8	1.0	1.7	-0.3	-0.1	0.6	1.4	1.8			
意大利	3.7	0.7	0.7	1.1	0.0	0.1	0.2	1.3	1.0			
日本	4.3	1.9	0.9	0.8	-0.2	0.0	1.5	1.8	2.1			
其他经济体 3/	2.7	1.7	2.1	2.5	-0.1	0.2	1.5	2.6	2.0			
新兴市场和发展中经济体	4.1	4.1	4.1	4.2	0.1	0.1	4.3	4.3	4.1			
亚洲新兴市场和发展中经济体	4.5	5.4	5.2	4.8	0.4	-0.1	5.2	5.5	4.7			
中国	3.0	5.2	4.6	4.1	0.4	0.0	5.4	4.4	4.0			
印度 4/	7.2	6.7	6.5	6.5	0.2	0.2	5.0	7.8	6.7			
欧洲新兴市场和发展中经济体	1.2	2.7	2.8	2.5	0.6	0.0	4.1	2.0	2.9			
俄罗斯	-1.2	3.0	2.6	1.1	1.5	0.1	4.4	1.4	1.0			
拉丁美洲和加勒比地区	4.2	2.5	1.9	2.5	-0.4	0.1	2.2	1.7	2.6			
巴西	3.0	3.1	1.7	1.9	0.2	0.0	2.3	2.6	1.4			
墨西哥	3.9	3.4	2.7	1.5	0.6	0.0	3.4	1.9	1.4			
中东和北非	5.5	2.0	2.9	4.2	-0.5	0.3	...	...	...			
沙特阿拉伯	8.7	-1.1	2.7	5.5	-1.3	1.3	-4.5	2.8	5.4			
撒哈拉以南非洲	4.0	3.3	3.8	4.1	-0.2	0.0	...	...	...			
尼日利亚	3.3	2.8	3.0	3.1	-0.1	0.0	2.7	3.3	2.9			
南非	1.9	0.6	1.0	1.3	-0.8	-0.3	1.0	1.2	1.3			
备注表												
按市场汇率计算的世界经济增长率	3.0	2.7	2.6	2.7	0.2	0.0	2.7	2.5	2.6			
欧盟	3.6	0.6	1.2	1.9	-0.3	-0.2	0.7	1.4	2.3			
东盟五国 5/	5.5	4.2	4.7	4.4	0.2	-0.1	4.1	5.2	3.5			
中东和北非	5.6	2.0	2.9	4.2	-0.5	0.3	...	...	...			
新兴市场和中低收入经济体	4.0	4.2	4.0	4.0	0.1	0.0	4.3	4.3	4.1			
低收入发展中国家	5.2	4.0	5.0	5.6	-0.1	0.0	...	...	...			
世界贸易量(货物和服务) 6/	5.2	0.4	3.3	3.6	-0.2	-0.1	...	...	...			
发达经济体 9/	6.1	0.3	2.6	3.2	-0.4	-0.1	...	...	...			
新兴市场和发展中经济体	3.7	0.6	4.5	4.4	0.2	0.0	...	...	...			
大宗商品价格												
石油 7/	39.2	-16.0	-2.3	-4.8	-1.6	0.1	-2.8	-6.1	-4.9			
非燃料商品(根据世界大宗商品进口权重计算的平均值)	7.9	-6.1	-0.9	-0.4	1.8	-0.3	-2.0	1.5	0.2			
世界消费者价格 8/	8.7	6.8	5.8	4.4	0.0	-0.2	6.0	5.3	3.8			
发达经济体 9/	7.3	4.6	2.6	2.0	-0.4	-0.2	3.1	2.3	2.0			
新兴市场和发展中经济体 8/	9.8	8.4	8.1	6.0	0.3	-0.2	8.4	7.7	5.2			

资料来源：IMF，国投证券研究中心

图21. 日本经济最新产出缺口 (%) 由长期负值转正

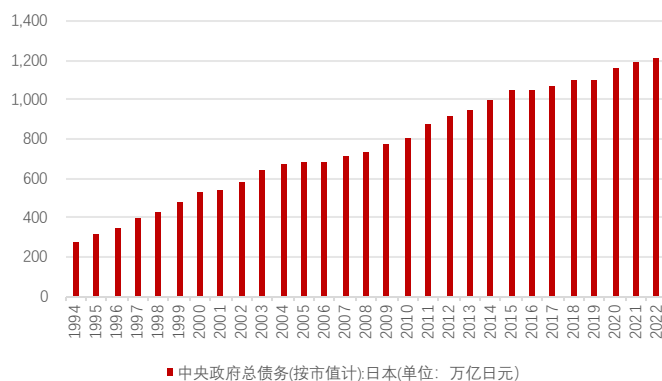


资料来源：CEIC，国投证券研究中心

2.1. 日本长期债务多由政府承担，缓解居民、企业财政压力

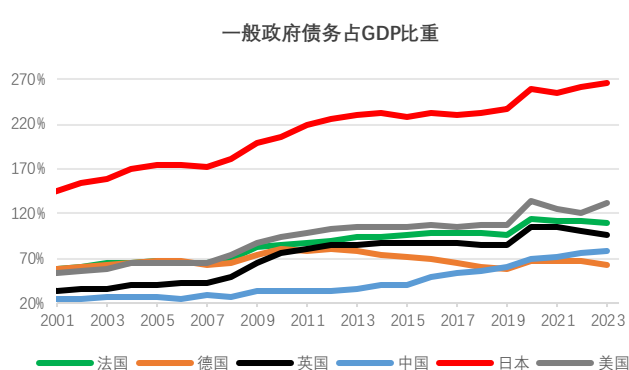
从日本政府债务来看，2013 年日本的国债规模首次超过 1000 万亿日元。2020 年日本的国债规模已经高达 1165 万亿日元。回到 40 年前，1983 年日本的国债规模仅为 130 万亿日元。这四十年间，日本的政府债务增长了 8 倍。横向比较来看，日本 2023 年一般政府债务占 GDP 的比重达到了 260% 以上，而美、英、法等国均在 90%-110%，中、德两国甚至更低。虽然在后疫情时代全球债务规模快速上涨，普遍超过早先国际公认的 60% 债务警戒线，但毫无疑问日本所面临的债务问题是其中最为严峻的。

图22. 日本中央政府债务规模成倍增加



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图23. 日本一般政府债务占 GDP 远超其他主要经济体



资料来源：IMF，Wind，国投证券研究中心

纵观政府债务增长历程，我们发现日本财政整体呈现两大特点。其一，日本政府债务率长期处于只增不减的状态。根据日本央行的公开数据，截至 2022 年底，日本政府债务已经达到了中央政府预算税收收入的 19 倍。这就导致日本政府很难再凭借税收的支撑来偿还债务。与此同时，考虑到日本经济长期低迷的背景，财政政策必须不断刺激经济，因此呈现“易宽难缩”的特点，日本也不可能为偿还债务而收紧财政。面对这样的局面，日本不得不通过借新还旧的方式来勉强维持债务稳定和经济社会的平稳运行。其二，每逢突发事件对经济发展造成强烈冲击，日本政府债务率增速就将迅速提高。这一现象体现出日本坚持践行了凯恩斯主义的逆周期调节思想，政府会通过“相机抉择”以支撑市场运行。我们注意到，在经历上世纪 90 年代末亚洲金融危机、2000 年美国互联网股市泡沫破灭、2001 年“9·11 事件”、2008 年国际金融危机、2011 年日本大地震、2020 年新冠疫情等大型“黑天鹅”事件后，日本均会出现政府债务率陡然升高的情况。

不过，日本政府债务以国债为主，基本上是国内发行的内债，并且其中近半为日本央行持有。这就使得日本能够效仿美国，在一定程度上实现财政赤字的货币化。截至 2023 年年末，日本政府债务总计约 1286 万亿日元，其中主要以政府债券为主。具体来看，政府债券规模达 1097 万亿日元，占比 85.3%，短期国库券 140 万亿日元，占比 10.9%，二者合计占比 96.2%，共同构成了近四十年以来日本政府债务的主体。此外，日本还有部分政府借款和临时借款，截至 2023 年底分别占比 2.4% 和 1.1%。同时值得注意的是，自 1988 年以来，日本政府国外发行的债券额始终是 0。也就是说，日本巨额政府债务主要来源于国内，而并不存在明显的外部偿还压力。而从持有人结构来看，目前日本央行是日本国债的最大持有人，在 2013 年日本央行作出开启 QQE 的决策之后，次年央行持有国债比重就迅速突破 20%；等到 2016 年日本央行进一步实施收益率曲线控制政策（YCC）后，日本央行的持债比重更是保持在 40% 以上。

综上所述，我们认为日本政府在过去数十年的时间里承担了主要的长期债务，直到今天为止都不得为此支付高额的财政支出。通过比较日本和美国在 2023 财年的财政支出分布情况，我们发现日本政府在偿还债务方面的支出（占比约 22%）明显高于美国（占比约 11%）。但正是由于日本政府承担了这些高额的债务，日本居民、企业在经济中的活力才能得到持续的刺

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/197146155065006130>