

日本高股息策略回顾 (1990-2023)

——复盘日本系列之四

证券分析师：刘雅婧 A0230521080001 林丽梅 A0230513090001

郝丹阳 A0230523120002 王 胜 A0230511060001

研究支持： 冯彧 A0230123080001

联系人： 刘雅婧 A0230521080001

2024.3.13



- 本篇报告对日本1990年代以来高股息策略做系统性复盘，重点讨论日本高股息策略相对收益及驱动要素，行业股息率、派息比例复盘（1990-2023）以及高股息个股复盘（2015-2023）。
- 一、日本高股息表现回顾：1990s日本高股息策略相对收益较少，2000后明显跑赢。关注三点原因：宏观背景、产业趋势、利率环境。

（1）宏观背景：日本资产负债表衰退，还债压力下难以高分红。从日本宏观数据来看，M2同比增速在地产泡沫破裂后大幅下降至负增长，后续恢复至小幅正增长，增速中枢系统性下行。银行对私人非金融部门的信贷增速也持续下降。股息率角度，1990s日本除能源、公用事业外，其他行业股息率均不超过1%。而伴随日本资产负债表修复，企业逐步稳定经营后（2000年后），股息率中枢有明显提升。

（2）利率环境：1990s日本政策利率仍在下降区间，2000年后“零利率”环境凸显高股息策略的性价比。1990s后半段，日本十年期国债仍有1%~2%的水平，结合上文1990s日本股市股息率偏低，高股息策略实际回报有限。而后伴随利率下降+股息率上升，高股息策略性价比逐步凸显。2010年以来，日经225指数股息率中位数约为1.8%，对比标普500指数、欧洲stoxx600指数和沪深300指数分别为1.9%、3.4%和2.2%。但考虑到日本长期低利率环境，减去无风险收益率后（以10年期国债作为代表），日经225指数分红实际回报仍有1.4%，在全球对比中靠前。

（3）产业趋势：1990s日本科技制造产业蓬勃发展，2000年后略有掉队。我们在《日本地产泡沫破裂后·年度牛股复盘（1992-2000）——复盘日本系列之三》中提到，90年代日本地产泡沫破裂后，日本企业仍有积极的出海布局，以及恰逢全球信息技术革命，日本凭借自身技术创新优势，科技牛股频出。1990s外资在日本股市占比大幅提升，投资日本产业趋势。
- 二、行业股息率及派息比例复盘（1990-2023）：

（1）行业对比来看，日股股息率较高的行业集中在能源、公用事业、材料等中上游行业，近年来上升的行业包括通信、消费和工业。绝对水平来看，股息率较高的行业是：金融和能源行业，近十年股息率均值约为3.2%。科技、医疗、工业行业近十年股息率均值低于2%。

（2）动态视角，1990-1999年，股息率上升的行业是：能源、公用事业、有色金属、部分消费。2001-2012年，日股股息率中枢系统性上升，其中行业指数也总体上涨有：医疗、汽车、食品、钢铁、有色。2015-2023年，股息率上升、行业指数也总体上涨有：通信、汽车、家具家电、食品饮料、机械、化工。

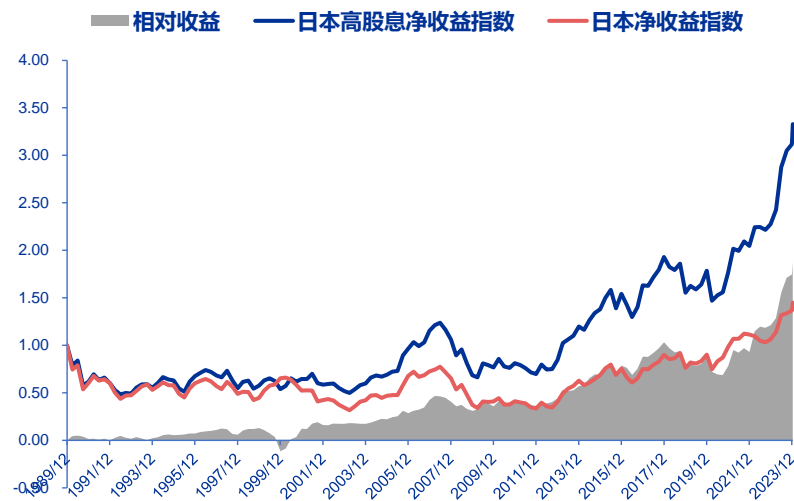
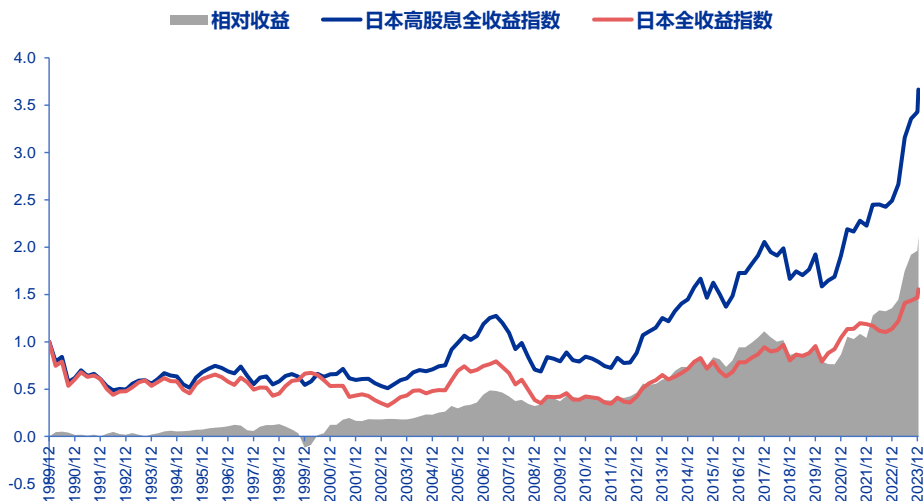
（3）组合思维角度，日本各行业股息率相关性来看，近年来医药与其他多数行业相关性下降，而公用事业与通信行业股息率相关性大幅上升。参考日本经验未来可以关注股息率上升的行业包括消费和制造类行业（对标日本工业分类）。

- **派息比例：**（1）静态来看，派息比例相对比较稳定的行业主要是计算机软件及服务、医疗器械、家具家电、零售、休闲旅游、食品、药店杂货店等行业（稳态上限与稳态下限之差小于20%）。
- （2）动态来看：金融地产、消费和部分科技、设备类派息比例较为稳定，而多数周期行业以及部分消费行业派息比例波动性较大。例如：建材(稳态区间25%~55%，极端区间22%~94%)、通用设备(稳态区间20%~42%，极端区间8%~77%)、钢铁(稳态区间25%~62%，极端区间17%~97%)，有色、煤油气、电力等行业派息比例最高曾超过100%。而保险(稳态区间25%~49%，极端区间17%~63%)、地产(稳态区间37%~55%，极端区间17%~63%)等行业波动性相对较小，完整行业梳理详见正文。
- （3）近年来派息比例提升的行业包括：化妆品、创新药、计算机软件及服务 and 地产。其中化妆品、创新药行业的盈利增速总体稳定，而计算机软件及服务、地产行业的盈利波动性大幅下降。
- **三、高股息个股复盘（2015-2023）：**进一步地，我们关注日本高股息代表性个股：前文已提到，扣除无风险收益率后，日经225指数的股息率在全球主要指数中排名靠前。而日本高股息指数加权平均股息率则在近十年时间里总体高于日经225股息率约2个百分点（2023年二者差值有所收窄），2015年-2023年个股股息率中位数约为3.87%。
- **拆分日本高股息指数成分股：**（1）个股行业分布来看，可选消费（含汽车）、工业、材料个股数量占比较高，但从参考权重来看，通信行业虽然仅有4支曾是/当前是成分股，但权重总体保持在15%左右，为前三权重行业。而近年来工业、材料行业权重上升、可选消费权重下降，必选消费权重保持稳定，能源/公用事业权重偏低。
- （2）2015-2023年，日本高股息指数参考成分股共104家，其中33家日股连续5年及以上进入高股息指数。4家公司连续9年均指数成分股（以每年年底成分股名单做统计）。分别为：日本电信电话公司（通信-电信）、KDDI有限公司（通信-电信）、积水建房有限公司（可选消费-房屋建设）、伊藤忠商事（必选消费-零售批发）。4家公司连续8年为指数成分股。分别为：丰田汽车（可选消费-汽车）、本田汽车（可选消费-汽车）、趋势科技（科技-软件）、日本烟草产业株式会社（必需消费-烟草与大麻）。个股总体呈现盈利稳定增长+派息比例稳定或上升的特征，具体个股派息比例与股息率变化详见正文。
- （3）派息比例：2011年后，多数公司度过金融危机的大幅波动期，派息比例总体趋于稳定（2020年再次受到影响）。2021~2023年高股息成分股派息比例稳态区间下限约为25%，上限约为50%。
- **风险提示：**日本宏观经济周期，产业特征，股市结构与中国有较多不同之处，复盘仅作参考。

1. 日本高股息表现回顾

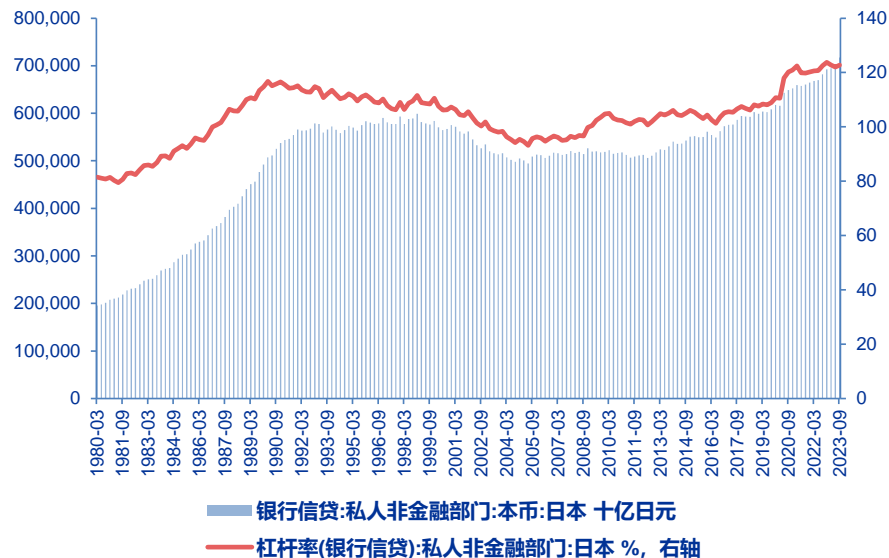
2000后日本高股息策略相对收益明显扩大

- 1990s高股息策略相对收益微弱，2000后明显跑赢
- 三点原因：宏观背景、产业趋势、利率环境



- 从日本宏观数据来看，M2同比增速在地产泡沫破裂后大幅下降至负增长，后续恢复至小幅正增长，增速中枢系统性下行。银行对私人非金融部门的信贷增速也持续下降。

日本:货币供应量:平均余额:M2:同比%

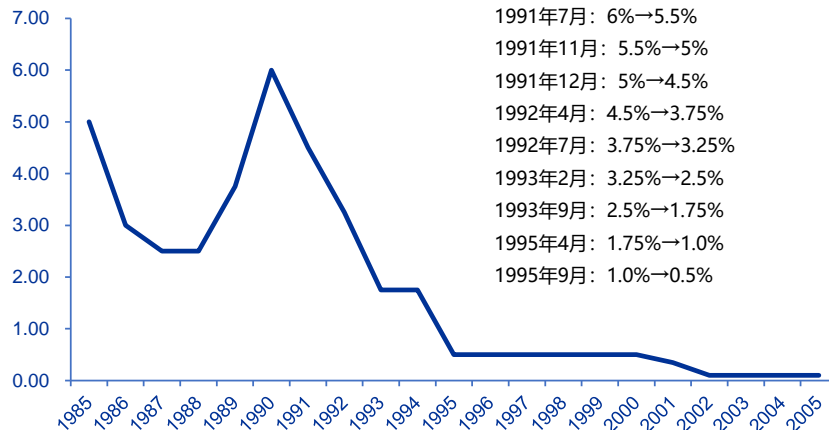


利率环境：21世纪后，低增长+“零利率”

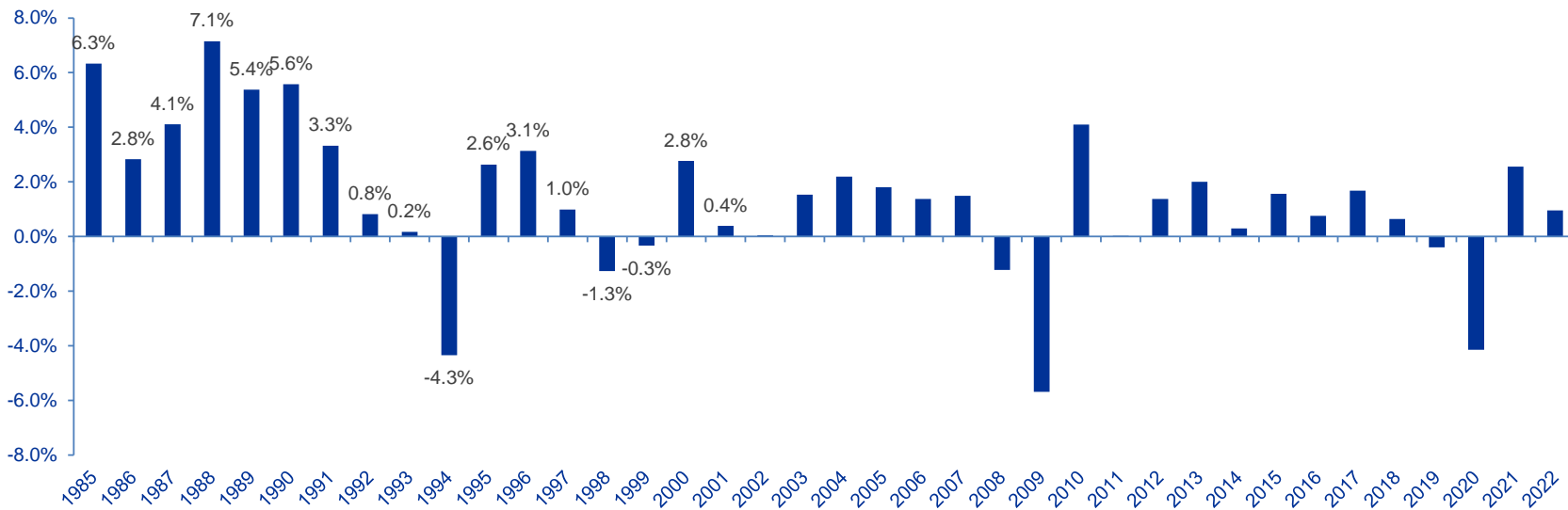
日本:国债利率:10年, %



日本:贴现率%



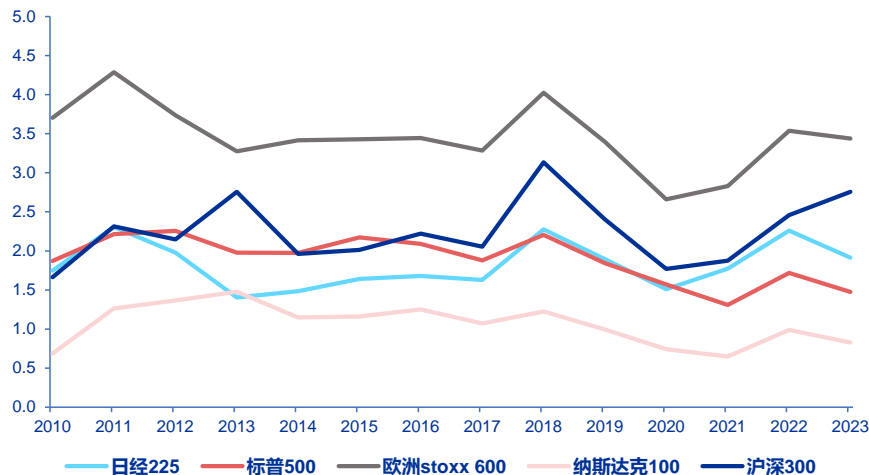
日本:GDP:不变价 同比



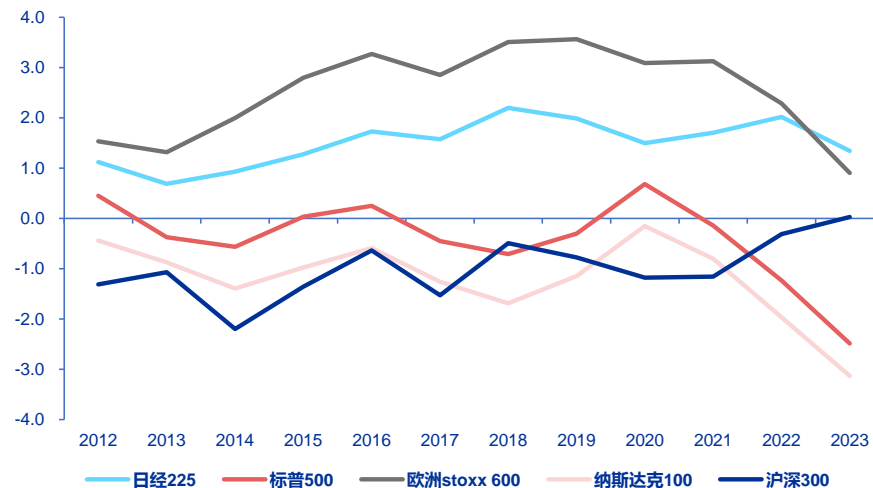
日本股息率减去无风险收益率在全球对比中靠前

- 2010年以来，**日经225指数股息率中位数约为1.8%**，对比**标普500指数、欧洲stoxx600指数和沪深300指数分别为1.9%、3.4%和2.2%**。但考虑到日本长期低利率环境，**减去无风险收益率后（以10年期国债作为代表），日经225指数分红实际回报仍有1.4%**，在全球对比中靠前。

中美日欧主要指数股息率 (%)



中美日欧主要指数股息率 减去 10年期国债收益率 (%)



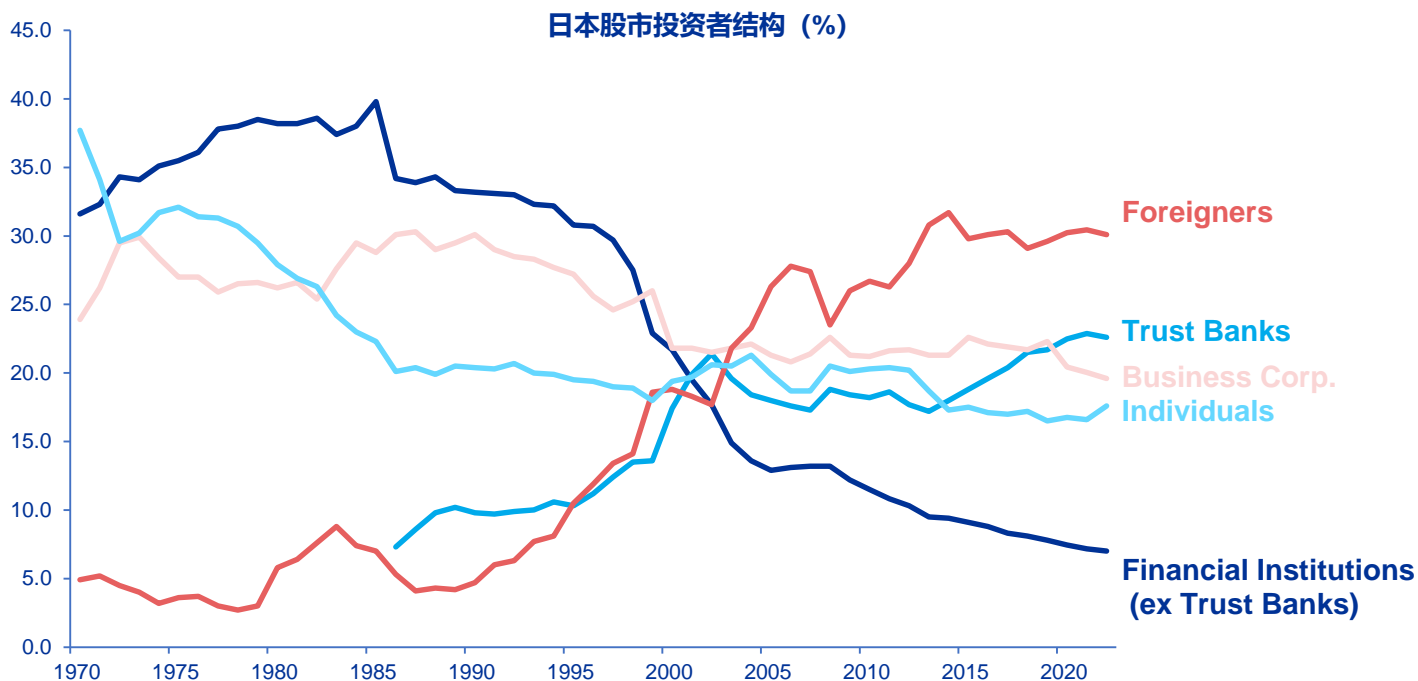
产业趋势变化：90年代日本股市仍具备成长性

- 我们在《日本地产泡沫破裂后·年度牛股复盘(1992-2000)——复盘日本系列之三》中提到，90年代日本地产泡沫破裂后，仍有积极的出海布局，以及恰逢全球信息技术革命，日本凭借自身技术创新优势，科技牛股频出，而到21世纪后第一个十年，日本在移动互联网产业竞争中掉队。反映到股价维度，1990s科技、通信、医疗等行业累计涨幅靠前，而到2000s，能源、材料等行业总体表现占优。

阶段/一级行业 涨跌幅	科技	通信	医疗	可选消费	必选消费	工业	公用事业	能源	材料	地产	金融
1992-2000	123%	62%	22%	24%	41%	8%	-37%	-61%	-58%	-40%	-52%
2001-2010	-55%	-55%	-19%	-19%	-2%	-8%	-2%	18%	35%	19%	-53%
2011-2023	196%	306%	203%	192%	127%	192%	-17%	49%	23%	87%	123%
2011-2019	89%	185%	179%	111%	100%	112%	-30%	10%	-15%	96%	48%
2021-2023	27%	22%	-9%	29%	12%	31%	30%	107%	59%	14%	76%

资金结构：外资占比1990s后大幅提升

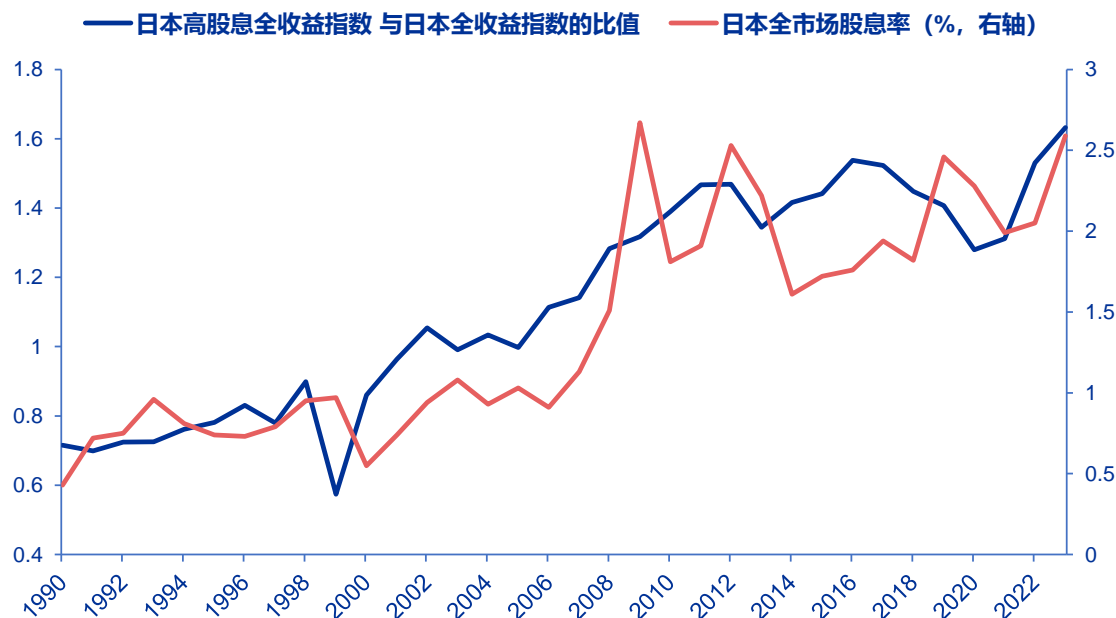
- 1990年代，日本股市投资者结构发生较大变化，90年代外资持股占比自约5%上升至20%左右，2010年上升至30%，后续总体稳定。而日本国内投资机构持股占比则从约40%持续下行。



2. 行业股息率及派息比例复盘

高股息策略跑赢的三个阶段

- 日本高股息策略在三个阶段跑赢：（1）1990-1998：小幅跑赢；（2）2001-2012：大幅跑赢；（3）2015-2016以及2021-2023：跑赢。
- 股息率的提升节奏与高股息策略相对收益的提升总体一致。



一级行业股息率变化

- 绝对水平来看，股息率较高的行业是：**金融、能源**
- 1990-1999年，股息率上升的行业是：**能源、公用事业**
- 2001-2012年，日股股息率中枢系统性上升，除能源行业较为稳定外，其他行业均呈现出上升趋势，其中行业指数也总体上涨有：**医疗、消费、材料、工业**
- 2015-2023年，股息率上升的行业是：**能源、地产、材料、通信、消费、工业**，其中行业指数也总体上涨有：**通信、消费、工业**

一级行业	1990-1999年股息率 均值 (%)	1990-1999年股息率 趋势	2001-2012年股息率 均值 (%)	2001-2012年股息率 趋势	2015-2023年股息率 均值 (%)	2015-2023年股息率 趋势
金融	0.62	稳定	1.53	先稳定后上升	3.24	先上升后下降
能源	1.65	上升	1.91	稳定	3.20	先稳定后上升
房地产	0.75	稳定	1.76	先稳定后上升	2.72	上升
材料	0.90	稳定	1.47	上升	2.69	上升
通信	0.53	下降	1.71	上升	2.57	上升
公用事业	1.85	上升	2.55	先下降后上升	2.16	先上升后下降
必需消费	0.81	下降	1.42	上升	2.14	上升
可选消费	0.80	下降	1.38	上升	1.92	上升
工业	0.76	稳定	1.34	上升	1.89	上升
科技	0.87	下降	1.33	上升	1.87	稳定
医疗	0.79	稳定	1.86	上升	1.68	稳定

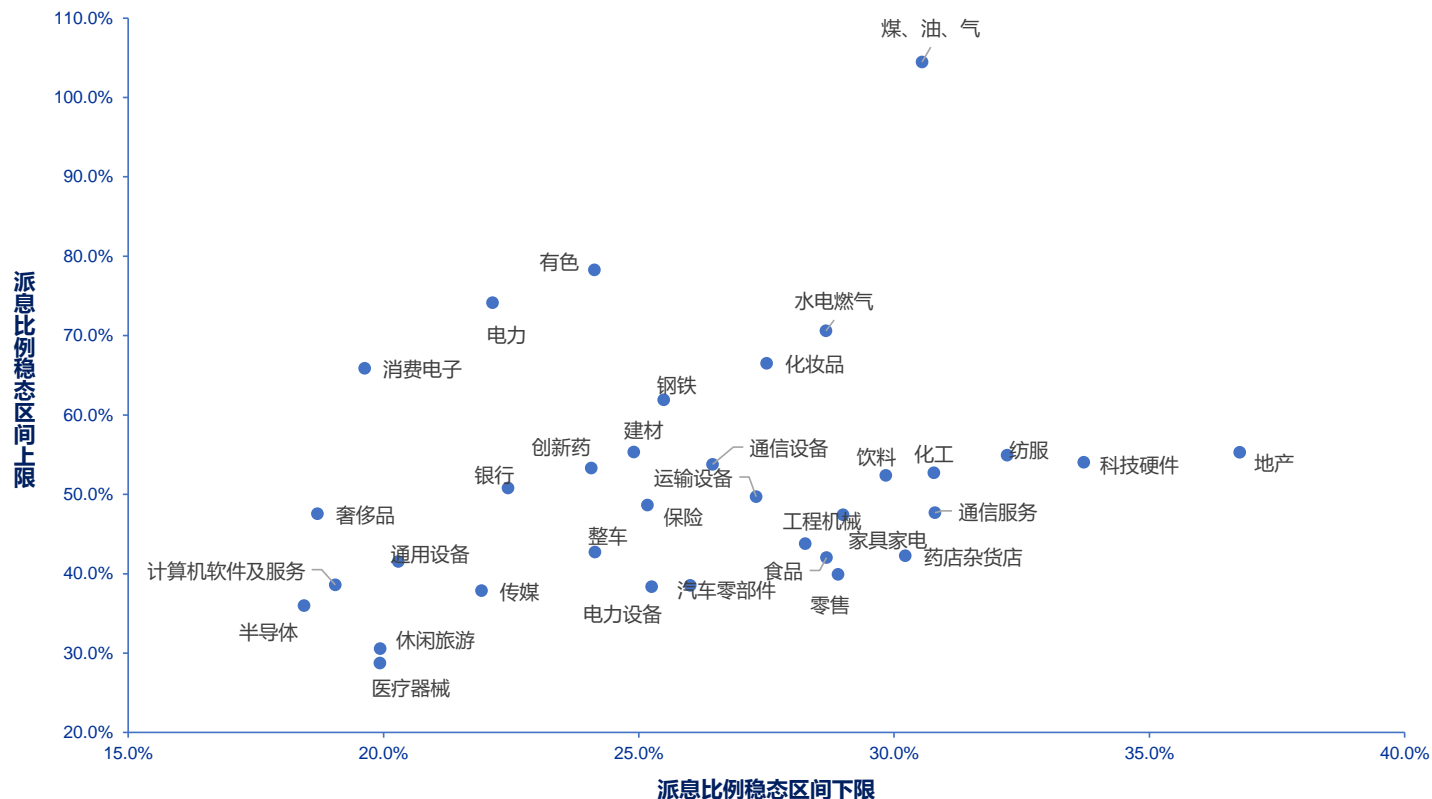
重点二三级行业股息率变化

- **绝对水平来看，股息率较高的行业是：金融、上游**
- **1990-1999年，股息率上升的行业是：能源、公用事业、有色金属、部分消费**
- **2001-2012年，日股股息率中枢系统性上升，其中行业指数也总体上涨有：医疗、汽车、食品、奢侈品、钢铁、有色**
- **2015-2023年，股息率上升、行业指数也总体上涨有：通信、汽车、家具家电、食品饮料、机械、化工**

重点二三级行业股息率 (%)	1990-1999年 股息率均值	1990-1999年 股息率趋势	2001-2012年 股息率均值	2001-2012年 股息率趋势	2015-2023年 股息率均值	2015-2023年 股息率趋势
银行	0.57	稳定	1.48	上升	3.50	上升
煤、油、气	1.57	上升	1.93	稳定	3.25	稳定
保险	0.85	稳定	1.36	上升	3.24	上升
钢铁	0.94	稳定	1.40	上升	3.03	上升
整车	0.88	下降	1.52	上升	2.91	上升
通信服务	0.57	下降	1.87	上升	2.79	上升
奢侈品	0.91	稳定	1.40	上升	2.66	上升
有色金属	0.87	上升	1.33	上升	2.60	上升
家具家电	0.87	稳定	1.65	上升	2.44	上升
通信设备	0.95	稳定	1.51	上升	2.43	上升
汽车零部件	0.81	稳定	1.30	上升	2.32	上升
电力	1.93	上升	2.75	先下降后上升	2.28	先上升后下降
化工	0.90	稳定	1.53	上升	2.20	上升
科技硬件	0.96	下降	1.41	上升	2.17	稳定
通用机械	0.51	稳定	1.17	上升	2.10	上升
水电燃气	1.23	上升	1.86	先下降后上升	2.05	上升
创新药	0.68	稳定	1.97	上升	2.00	稳定
建材	1.00	上升	1.77	上升	1.99	上升
工程机械	0.77	稳定	1.21	上升	1.96	上升
饮料	0.79	上升	1.46	上升	1.88	上升
运输设备	0.60	上升	1.55	上升	1.79	上升
纺服	1.27	稳定	1.76	上升	1.73	下降
媒体	0.68	稳定	1.25	上升	1.56	稳定
半导体	0.46	下降	0.92	上升	1.43	下降
计算机软件及服务	0.47	稳定	1.18	上升	1.41	下降
零售商	0.86	上升	1.28	上升	1.36	稳定
食品	0.84	上升	1.36	上升	1.29	上升
药店杂货店	0.81	稳定	1.55	上升	1.28	稳定
电力设备	0.77	稳定	1.16	上升	1.17	稳定
化妆品	0.81	稳定	1.82	上升	1.15	稳定
消费电子	0.76	下降	1.09	上升	0.99	稳定
休闲旅游	0.59	上升	1.17	上升	0.91	稳定
医疗器械	0.60	稳定	1.00	上升	0.88	稳定

- 静态来看，派息比例相对比较稳定的行业主要是计算机软件及服务、半导体、通信服务、医疗器械、地产、汽车、家具家电、零售、休闲旅游、食品、药店杂货店等行业（稳态上限与稳态下限之差小于20%）。

日本重点行业派息比例稳态区间（1990-2023）



动态来看，周期行业派息比例波动性较大

■ 动态来看：金融地产、消费和部分科技、设备类派息比例较为稳定：

- **银行**(稳态区间22%~51%，极端区间9%~64%)、**保险**(稳态区间25%~49%，极端区间17%~63%)、**地产**(稳态区间37%~55%，极端区间17%~63%)
- **计算机软件及服务**(稳态区间19%~39%，极端区间14%~44%)、**半导体**(稳态区间18%~36%，极端区间15%~51%)、**创新药**(稳态区间24%~53%，极端区间22%~65%)、**医疗器械**(稳态区间20%~29%，极端区间11%~41%)、**传媒**(稳态区间22%~38%，极端区间15%~51%)
- **零售**(稳态区间29%~40%，极端区间20%~51%)、**休闲旅游**(稳态区间20%~31%，极端区间10%~36%)
- **电力设备**(稳态区间25%~38%，极端区间21%~53%)、**运输设备**(稳态区间27%~50%，极端区间20%~64%)。

■ 而多数周期行业以及部分消费行业派息比例波动性较大：

- **建材**(稳态区间25%~55%，极端区间22%~94%)、**通用设备**(稳态区间20%~42%，极端区间8%~77%)、**钢铁**(稳态区间25%~62%，极端区间17%~97%)，以及**有色**、**煤油气**、**电力**等行业派息比例最高曾超过100%。
- **纺服**(稳态区间32%~55%，极端区间28%~86%)、**家具家电**(稳态区间29%~47%，极端区间21%~76%)、**化妆品**(稳态区间28%~67%，极端区间23%~98%)。

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/285032203121011122>