



企业出海系列（I）

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）

wuhuimin@gjzq.com.cn

日本企业出海的历史经验与重要启示

一、日企出海的时代背景：从“贸易战”到“失落的二十年”

日美贸易失衡带来的是贸易摩擦的不断升级。上世纪 70 年代日美贸易摩擦初露端倪时，日企已经开始尝试向海外转移生产；伴随 80 年代日本出口规模及贸易差额飞速扩张，日美之间的贸易失衡愈演愈烈。《广场协议》签署后，标志着日本开始启动体制改革的《前川报告》正式将“促进海外直接投资”列为四大支柱之一。

内需沉沦，成为日企出海背后的另一重大推手。90 年代泡沫经济破裂后，作为“扩内需”重要抓手的消费与投资都走向沉沦；同时，人口老龄化程度的加深拖累国内消费的同时，也导致劳动力市场的结构发生深刻的变化，进而推升制造业企业的成本压力。这也成为了日企出海，尤其是到资源成本更为低廉的部分亚洲地区投资建厂的重要驱动力。

二、日企出海的变迁：从“贸易立国”到“对外投资”

出口：（1）地区层面：从欧美转向亚洲。尤其自 2000 年开始，随着中国入世及亚洲地区国家的快速发展，日本出口市场从欧美转向亚洲的趋势愈发明显。（2）产品结构：运输设备、机械为代表的优势制造业是基本盘，为其率先出海奠定基础；同时，近年来化工类、消费品类占比上升。背后的原因或在于：一则，日本在诸如半导体材料等领域仍然具备显著优势；二则，日本的出口结构或与以中国为代表的亚洲新兴经济体逐渐从生产向消费倾斜有关。

对外投资：（1）地区层面：拥有庞大内需市场的欧美始终是日本对外投资的重要目的地；亚洲新兴经济体、尤其中国是重要增量，从早期贡献的低要素成本优势到经济体量膨胀后内需市场的打开。（2）行业层面：从制造业走向非制造业，行业变迁与出口结构变化特征相关。日本在电气机械、运输设备、化工等制造业领域的竞争优势奠定了其早期对外直接投资中制造业占比较高的基本格局；而近年来以食品、化工医药等消费类、原材料类行业的投资占比不断抬升。

此外，日本亦加大对生产性服务业的投资，主要包括金融保险业、批发零售业与通讯业等。

日企出海的成果如何？日企出海的“盈利优势”在 2012 年之前是清晰可见的。一方面，海外市场份额的扩张为企业贡献收入增量。截至 2021 年，日本制造业/非制造业海外子公司的销售收入占比分别从 1992 年的 6.3%/5.8% 左右提升至 2021 年的 26.3%/15% 左右，两者经常利润的海外子公司占比亦分别提升至 2021 年的 13.5% 和 15.1%。另一方面，盈利能力来看，海外市场规模的扩张同时带来公司营业利润率的改善。海外子公司无论制造业、非制造业，其经常利润/销售收入的比率、资产收益率都明显优于国内企业；但随着日本经济走出“失落的 20 年”，这一差距则趋于收敛。

三、股市映射：海外扩张支撑股价表现，利润率是重要变量

日企海外扩张带来的盈利优势，成为制造业类行业股价表现韧性背后的重要驱动力。无论是日股漫长杀估值期间还是拉长时间维度来看（1989 年末至 2022 年底），表现相对韧性且具备超额收益的行业主要集中在海外收入占比较高的板块，背后逻辑在于出海业务扩张在带来市场份额提升的同时也提升了企业的利润率水平。对应至股市的超额收益来源来看，倘若海外业务扩张能够同时带来营收规模及利润率的提升，股价可能会获得更高的超额收益；而倘若仅能带来营收扩张而净利率尚未明显提升，股价依然可能获得超额收益，但幅度较为有限。

四、日本企业出海的经验与启示

尽管日本泡沫破灭后经济增速降档、进入“失去的 30 年”，但经济并不缺乏闪光点，日企出海的成功也为中国企业“走出去”提供可供参考的经验。（1）日本经验 I：路径 I：具备相对要素成本优势的市场：中国、东盟等亚洲国家；路径 II：拥有庞大内需的市场：欧美等发达国家。（2）日本经验 II：优势制造业率先出海，并逐步向微笑曲线两端迁移。

风险提示

历史经验具有局限性。



内容目录

一、引言.....	4
二、日企出海的时代背景：从“贸易战”到“失落的二十年”.....	4
2.1 与“战后经济腾飞”相伴的是“贸易摩擦”的不断升级.....	4
2.2 内需沉沦+劳动力成本高企，成为日企出海背后的另一重大推手.....	6
三、日企出海的变迁：从“贸易立国”到“对外投资”.....	7
3.1 出口：传统优势制造业是基本盘，为日企出海奠定基础.....	8
3.2 对外投资：日本经济“失去的 20 年”中的闪光点.....	10
3.2.1 哪些地区和产业是日本企业国际拓展时的主角？.....	10
3.2.2 日企的出海成果如何？.....	13
四、股市映射：海外扩张支撑股价表现，利润率是重要变量.....	15
五、日本企业出海的经验与启示.....	20
5.1 日本经验 I：出海目的地层面.....	20
5.2 日本经验 II：行业层面.....	20
六、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：日本“失去的 20 年”显然并非一无是处.....	4
图表 2：战后日本经济维持高增速.....	5
图表 3：日本经济开始快速追赶美国.....	5
图表 4：日本出口相关产品占美国市场份额快速提升.....	5
图表 5：“日企出海”在 70 年代初已经开始初露端倪.....	5
图表 6：日本出口/GDP 比例的明显抬升是 1970-1985 期间.....	6
图表 7：70 年代后期日美贸易失衡愈演愈烈.....	6
图表 8：日元原本的升值趋势在 1978 年以后停止.....	6
图表 9：“促进海外直接投资”是四大支柱之一.....	6
图表 10：消费、薪资增速中枢不断下移.....	7
图表 11：投资增速多次持续保持负增.....	7
图表 12：劳动参与率出现趋势性回落.....	7
图表 13：制造业工资成本与整体出现明显分化.....	7
图表 14：对外直接投资存量占 GDP 比例.....	8
图表 15：日本国际投资头寸的资产负债变化.....	8



图表 16:	90 年代以来日本出口与对外投资的变化趋势.....	8
图表 17:	日本资本和金融项目差额拆分.....	8
图表 18:	日本出口目的地从欧美向亚洲转移, 中国是重要增量.....	9
图表 19:	运输设备、机械等传统优势制造业是出口基本盘, 化工、消费品类近年来占比抬升明显.....	10
图表 20:	汽车产业并未由于“贸易战”而明显衰落.....	10
图表 21:	近年出口占比抬升的二级分项产品.....	10
图表 22:	日本对外直接投资年度流量数据.....	11
图表 23:	美欧长期占日本对外投资 50%以上.....	11
图表 24:	日本制造业海外子企业本地销售比率.....	11
图表 25:	日本对外直接投资存量占比——行业占比.....	12
图表 26:	日本制造业对外直接投资的主要行业占比.....	12
图表 27:	日本非制造业对外直接投资的主要行业占比.....	12
图表 28:	海外子公司的海外生产比率、资本开支占比自 90 年代后均明显上升.....	13
图表 29:	制造业/非制造业海外子公司的销售收入和经常利润占比变化趋势.....	14
图表 30:	日本海外子公司与国内企业的营业利润率.....	14
图表 31:	日本海外子公司与国内企业的总资产收益率.....	14
图表 32:	制造业/非制造业营业利润率.....	15
图表 33:	制造业/非制造业总资产收益率.....	15
图表 34:	1989 年末至 2012 年底日股经历了漫长的杀估值, 至今仍未超越 89 年末高点.....	16
图表 35:	日本整体上市公司的海外收入占比同样呈逐年上升趋势 (按披露公司口径自行计算).....	16
图表 36:	行业海外收入占比高低对于股价表现有支撑.....	16
图表 37:	海外收入占比的高的制造业具有利润率优势.....	17
图表 38:	净利率的抬升是推升 ROE 的重要驱动力.....	17
图表 39:	1995-2012 年海外业务扩张带来市场份额提升及利润率抬升的行业超额收益更为明显.....	18
图表 40:	2012 年之后海外业务占比较高的行业依然存在超额收益.....	18
图表 41:	89 年泡沫见顶至 2012 年末涨幅翻倍个股.....	19
图表 42:	2012 年末至 2022 年末“十倍股” (剔除不披露“海外收入占比”数据的公司).....	19
图表 43:	斯巴鲁汽车出海占比的迅速提升为其带来了明显的超额收益.....	20

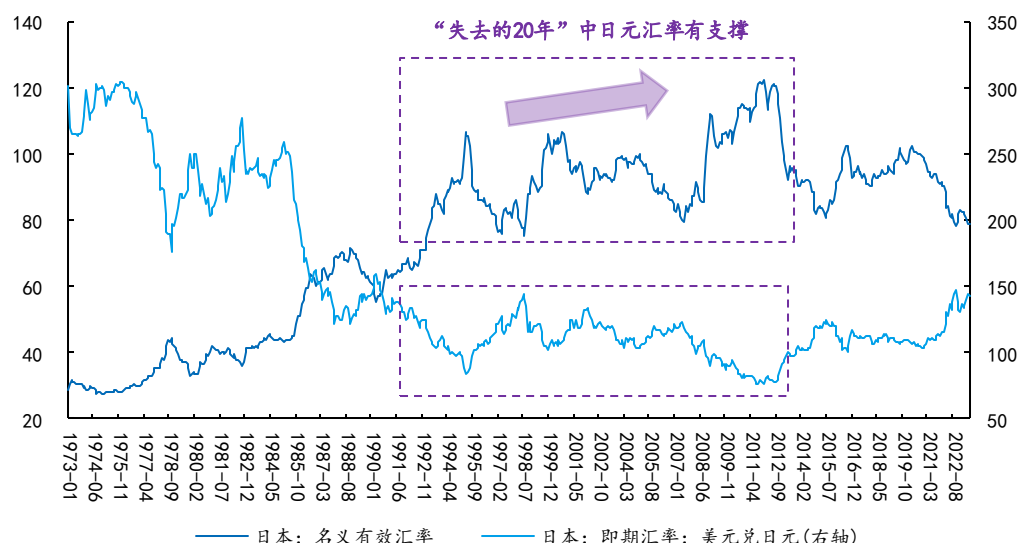


一、引言

自 2021 年至今中国经济经历了一轮为期两年多的下行周期，期间“疫情”和“地产”无疑成为了两大症结所在。眼下，当疫情所施加的外生约束已经逐步褪去之际，地产周期的何去何从正在被越来越多的人所关注，也正是由于房地产市场在过去两年经历的漫长而剧烈的调整，邻国日本在上世纪 90 年代后经历的“失去的 20 年”、“资产负债表衰退”等现象开始被用作和当下的中国进行比较的对象。类似的经济增速中枢下台阶、类似的人口老龄化少子化、类似的私人部门高杠杆等都似乎为两者之间的比较提供了合理性。

本文的重点并不着眼于探寻中国是否会成为下一个日本，而更希望去寻找日本经济增长周期长期停滞背后的“闪光点”。“失落的 20 年”下的日本经济显然并非一无是处，否则如何解释日元购买力及其债务信用的长期稳定呢？基于此，本文从日本出口和对外投资的角度切入，主要探讨日企出海投资的时代背景、变迁过程及股市映射，以求获得一些经验启示。

图表1：日本“失去的 20 年”显然并非一无是处



来源：Bank of Japan、国金证券研究所

二、日企出海的时代背景：从“贸易战”到“失落的二十年”

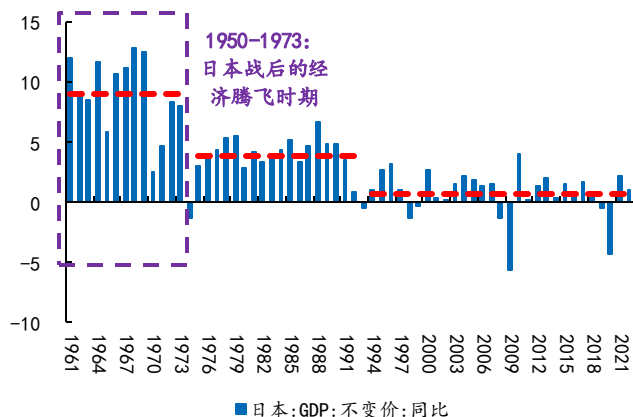
2.1 与“战后经济腾飞”相伴的是“贸易摩擦”的不断升级

二战后日本经济“奇迹般”飞速发展的同时，与美国的贸易摩擦初露端倪。二战后的 1950-1973 年间，是日本经济“奇迹般”地实现“战后经济腾飞”的核心阶段。由于美国在此期间有目的地扶持日本战后重建（为了起到遏制苏联的作用），加之日本政府彼时采取的高度行政化的产业政策（典型的如“重点生产方式”，即把有限的资源用以重点发展重工业和基础设施建设）及从战争时期遗留下来的部分优良体制，“后发优势”的加持之下得以让日本以“追赶者”的角色在 1974 年以前实现高达年均 9% 以上的 GDP 实际同比增速。一个明显的佐证是，日本在 1960 年开始实施“国民收入倍增计划”，目标 10 年内完成收入翻番，但实际上 7 年就做到了，实际的经济增速总是超过当年计划的目标增速；每一次的衰退似乎让人们都觉得高速增长结束了，但却很快又恢复了增长。

而与此同时，日美之间的“局部贸易摩擦”此时已经开始发生了。早在 1955 年，“1 美元女式衬衫”就导致日美之间爆发了“廉价倾销”的贸易纠纷，而对此的解决方案，日本则采取了实行自愿出口限制。但伴随经济的高速发展，日本的产业结构也在不断升级，日美贸易摩擦的对象也从曾经的劳动、资本密集型产品转向了以电视机、汽车等为代表的偏技术密集型产品。相应地，日本的应对措施也开始随之改变，并不再仅仅局限于“实行出口管制”、“支付和解金”等等，日本开始尝试向海外转移生产、比如 70 年代初日本彩电生产商便选择了在美国建厂的方式，而到了 1978 年，日本厂家在美国当地生产的彩电已超过了日本对美彩电的出口，或许此时“日企出海”已经初露端倪。当然，尽管此时的日本通过飞速发展，GDP 占美国 GDP 的比重从 1960 年的 8% 左右已经来到 1973 年的 30% 左右，但对于美国而言，其经济实力、规模仍然可控，贸易争端并未明显升级。

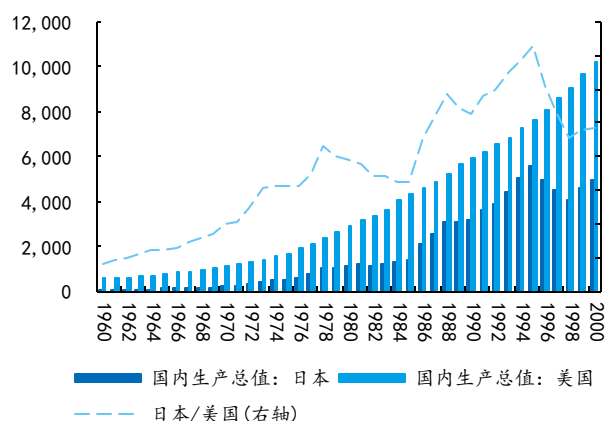


图表2：战后日本经济维持高增速



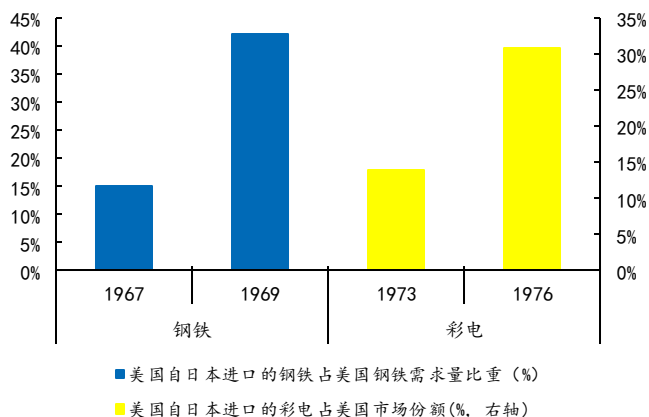
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：日本经济开始快速追赶美国



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：日本出口相关产品占美国市场份额快速提升



来源：日本经济白皮书、王锦红. 贸易摩擦对日本崛起的影响研究：效应与机理[D]. 辽宁大学, 2009、国金证券研究所

图表5：“日企出海”在70年代初已经开始初露端倪

时间	“贸易摩擦”行业	日本应对方式
20世纪50年代起	纺织品	要求以多边、GATT框架内方式解决纺织品问题；自愿出口限制；轻工业向重工业转型，将纺织工业转移到中国和东南亚
20世纪60年代起	钢铁	自愿限制出口
20世纪70年代起	彩电	自愿限制出口、政府鼓励厂家海外投资
20世纪80年代起	汽车	日本汽车厂家到美国投资建厂、自愿限制出口、开放市场
	半导体	第三国出口价格管制、对美出口产品价格控制、日本市场份额20%
	电信	移除贸易壁垒
	全行业	日本承诺10年投入430万亿日元公共投资、审查土地税收体系、修正大店法、增强反垄断法、修改专利法、修改不利外企投资的相关法律、调查商品价格并控制公共用品价格

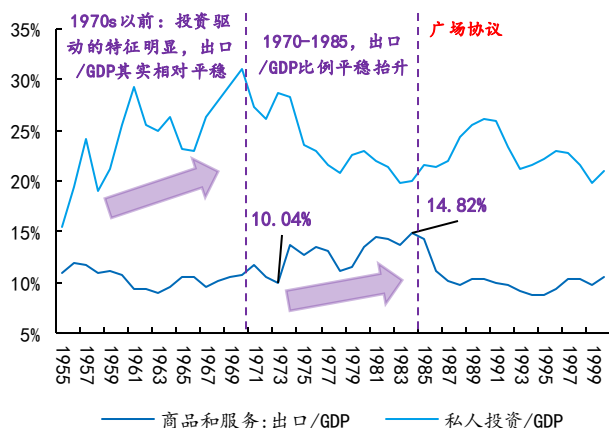
来源：何晓贝, 张岸天. 20 世纪 80 年代美日贸易战对当前中美经贸关系的启示[J]. 新金融评论, 2017(01): 39-60, 国金证券研究所

日美贸易失衡带来的是贸易摩擦的不断升级。投资驱动型和出口导向型增长是关于日本战后经济腾飞特征最为流行的概括，但倘若以出口/GDP 来衡量，这一比例从 1970 年以后才开始出现明显上行，在此之前基本保持平稳，而反观投资的占比开始下降了。其中，1970 年代伴随布雷顿森林体系的瓦解，日元也开始转向浮动汇率制，而日本战后经济的快速发展及自 70 年代初逐步积累的贸易顺差，360 日元兑 1 美元的固定汇率显然被低估了，日元如期开始一路升值，直到 1978 年 10 月美元兑日元达到 176。期间，尽管汇率升值下日本出现过短暂的贸易逆差，但 1970 年代整体来看日本出口/GDP 的中枢趋于向上且出口规模由 1970 年的 6.95 万亿日元扩张至 1978 年的 20.56 万亿日元，年均复合增速约 14.5%；70 年代末期在日元新一轮贬值趋势下，日本出口规模及贸易差额均迎来飞速扩张，出口/GDP 的比例由 1978 年的 11.12% 上升至 1985 年的 14.82%，同时在 1981 年贸易差额实现转正之后并迅速扩张至 1985 年的 10.87 万亿日元。与此同时，美国的贸易赤字规模急速膨胀，日美之间的贸易失衡愈演愈烈。在此背景下，美国政府的行动开始了，“摩根报告”、“日元美元委员会”、“广场协议”、“卢浮宫协议”等系列措施接踵而至，贸易摩擦自然也升级成了“贸易战”。

“促进对外投资”被正式列入新的发展思路。《广场协议》签署后，标志着日本开始启动体制改革的《前川报告》于 1986 年正式发布，其一大重要目标就是要应对“日美贸易失衡”。如果概括来看，“扩大内需”、“调整产业结构”、“开放市场”是其核心思路；而也正是在这份报告中，“促进对外直接投资”作为顺差转移的一种方式正式被提及，即一是通过直接到美国当地建厂投资，二则加大对发展中国家或地区的投资和技术转移以振兴其出口产业。

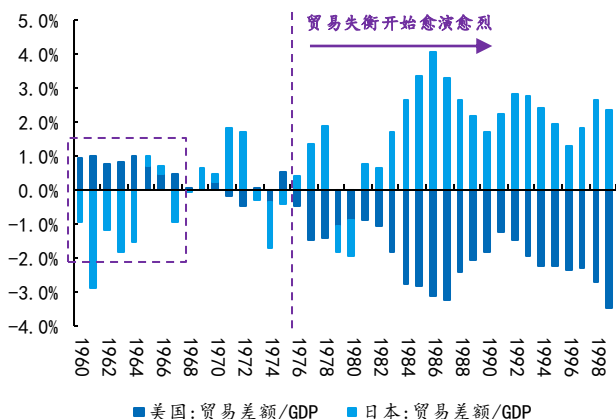


图表6：日本出口/GDP比例的明显抬升是1970-1985期间



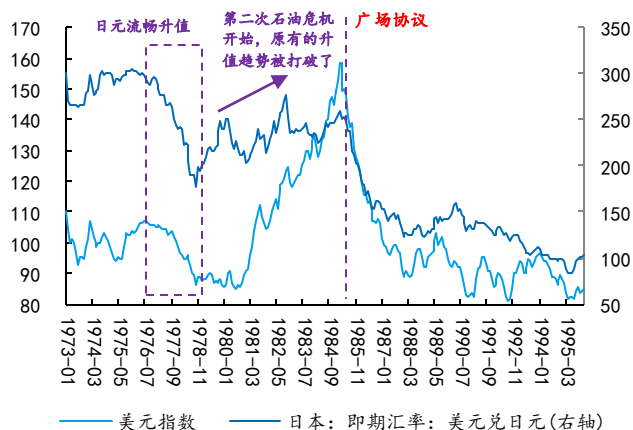
来源：Wind、Bloomberg、国金证券研究所

图表7：70年代后期日美贸易失衡愈演愈烈



来源：Wind、CEIC、国金证券研究所

图表8：日元原本的升值趋势在1978年以后停止



来源：Wind、国金证券研究所

图表9：“促进海外直接投资”是四大支柱之一

核心要点	主要内容
三项原则	1、以遵循市场机制的民间经济活动为主体调整产业结构 2、站在全球高度制定经济政策，各国要建立起协调和相互监督的体制 3、解决经常收支的巨额顺差必须经过中长期的努力才能完成
四项支柱	1、扩大内需：政府推行税制改革；缩短个人劳动时间、增加休假时间；住宅建设和社会公共事业投资 2、调整产业结构：一是要适应产业发展阶段和科技发展水平的要求；二是适应建立国际协调型经济结构的要求 3、开放市场，扩大进口：改善市场条件；促进产成品进口、实行流通结构的合理化；限制企业行动 4、促进海外直接投资
其余政策	推行与经济国际化相适应的农业政策；稳定日元汇率；为发挥民间活力发展内需主导型经济的财政金融政策；实行税制改革和国际经济合作

来源：《前川报告》、余蔚雄. 从贸易立国向国际协调型经济国家的转变——评日本“经构研”的“前川报告”[J]. 现代日本经济, 1987(03):1-4., 国金证券研究所

2.2 内需沉沦+劳动力成本高企，成为日企出海背后的另一重大推手

“泡沫经济”破裂后，作为“扩内需”重要抓手的消费与投资都走向沉沦。上世纪九十年代前后，房地产与股票市场的双双暴涨，让日本经历了那场影响深远、甚至足以改变其长达二十年经济发展轨迹的“泡沫经济”。而在泡沫破灭后，日本经济则陷入停滞状态，甚至进入“失去的二十年”，以投资和消费为代表的内需则走向了沉沦。资产价格的上涨能够通过财富效应和抵押效应推升消费和投资需求；反过来，资产价格的下跌亦将通过金融加速器效应放大其对经济的冲击，主要体现为消费的萎缩和投资的下降。期间，金融机构的不良债权比率上升，97年更是爆发了银行业危机，进一步抑制日本经济的修复。我们观察这期间日本内需的变化，无论是居民部门还是企业部门，消费和投资增速不断下台阶，甚至持续地负增长。一方面，居民部门来看，资产缩水、就业环境恶化以及收入的下降，共同导致消费支出的持续走弱。泡沫破裂前的80年代，雇员薪资增速有5.5%左右的增速中枢，泡沫破裂后的92-98年这一中枢迅速下移至1.8%左右；而到了1999-2012年期间，薪资增速的均值中枢仅为-0.5%。同时，自1998年开始日本经济更是陷入了长时间的通缩，进一步反映了国内消费需求的低迷，以零售销售同比增速衡量的消费也走向沉沦。另一方面，企业部门来看，投资需求显著下降。资产负债表衰退+需求低迷之下，基于固定资本形成总额的视角，其增速在“失落的20年”间出现了多次持续负增长的区间，而这在泡沫破裂前与走出“失落的20年”的2012年之后都不曾发生。

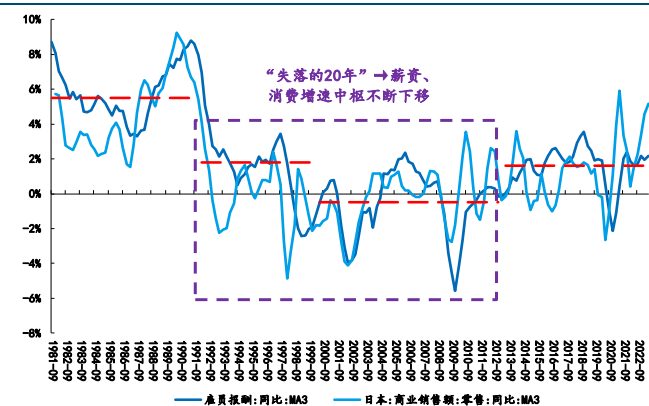
人口结构的变化是内需低迷的另一大因素，并同样推升了制造业企业的成本压力。人口老



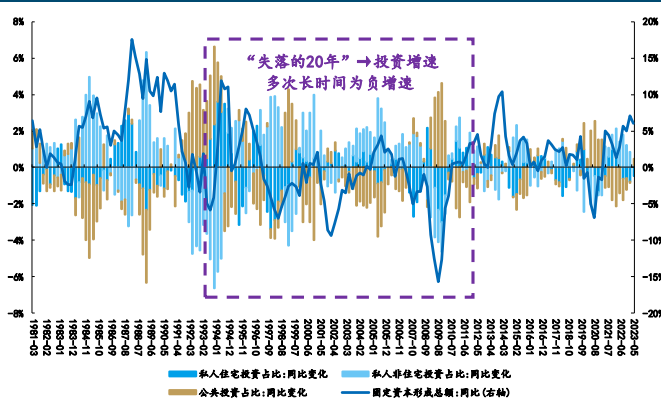
老龄化程度的加深从多方面拖累了日本国内消费增长的同时,也导致劳动力市场的结构发生了深刻的变化,劳动参与率自 90 年代后期的 64% 左右持续下行至 2012 年初的 58.7%。于是,制造业企业在面对汇率升值推升成本压力、削弱产品出口竞争力的同时,还需要面临国内人工成本上升的考验,这无疑又成为“日企出海”,尤其是到资源成本更为低廉的部分亚洲地区投资建厂的重要驱动力。

图表10: 消费、薪资增速中枢不断下移

图表11: 投资增速多次持续保持负增



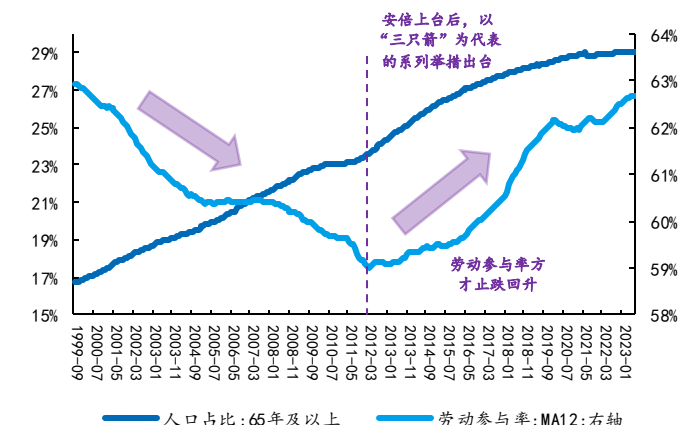
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所



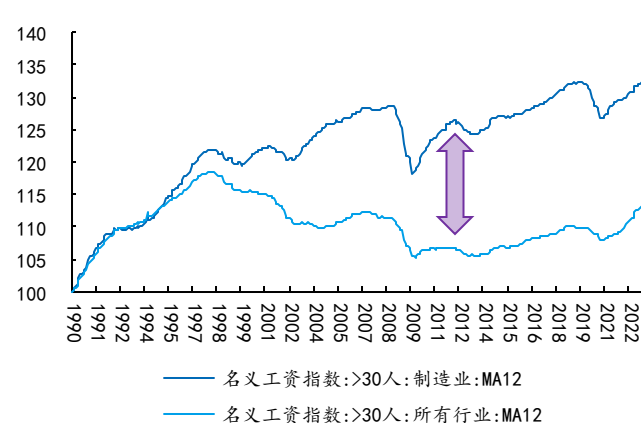
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 劳动参与率出现趋势性回落

图表13: 制造业工资成本与整体出现明显分化



来源: Wind、CEIC, 国金证券研究所



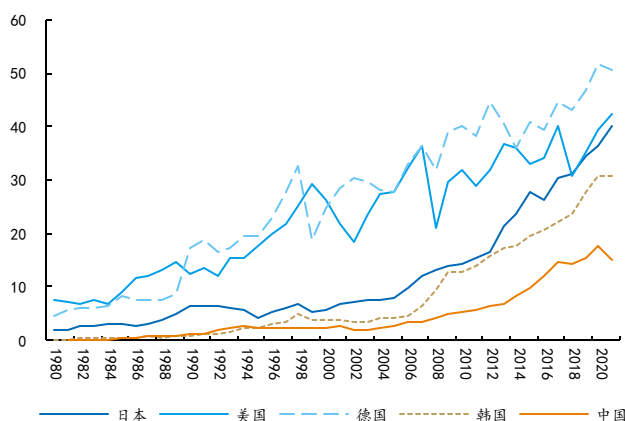
来源: 国 Wind、CEIC, 国金证券研究所 (注: 将 1990 年标准化为 100)

三、日企出海的变迁: 从“贸易立国”到“对外投资”

日本对外直接投资自上世纪 90 年代至今发生了惊人的增长,完成了“顺差转移”。多个角度的宏观数据拆解都展现了日本自上世纪 90 年代泡沫破裂后,对外投资规模的飞速增长。一方面,基于 OFDI (对外直接投资)/GDP 的视角,正如先前所提到过的,1980 年代“日企出海”已经初露端倪,OFDI/GDP 从上世纪 80 年代初的 1.7% 左右迅速提升到了 90 年代初的 6.5%;而自 90 年代至 2021 年,这一比例进一步达到惊人的 40%。另一方面,观察出口与对外投资规模的变化可以发现,90 年代日本出口与对外投资和汇率表现高度相关,即日元贬值期间出口占据主导地位,日元升值期间则由对外投资占据主导地位;21 世纪的第一个十年出口和投资双轮驱动,而金融危机后出口规模渐趋平稳,对外投资规模仍在快速扩张。于是外国资产经年累积,1996 年日本外部净资产规模为 103 万亿日元左右,2022 年这一比例达到 418 万亿日元。反映到国际收支平衡表上的“资本和金融项目”差额上,相比于波动较大的“证券投资”和“其他投资”分项,直接投资项的差额占比持续稳定地不断抬升。随之而来的结果便是,日本似乎确实完成了《前川报告》的长期目标之一,即“顺差转移”。

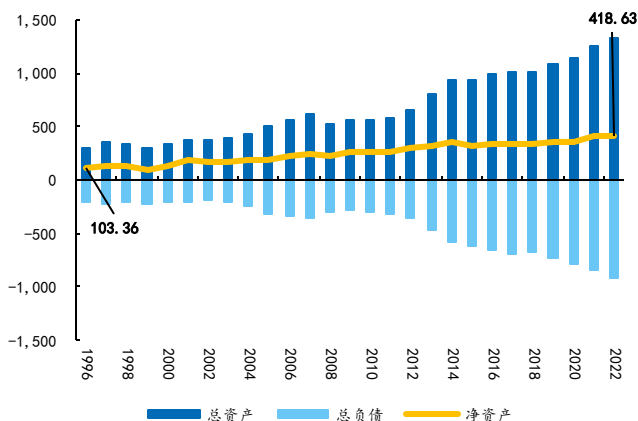


图表14：对外直接投资存量占 GDP 比例



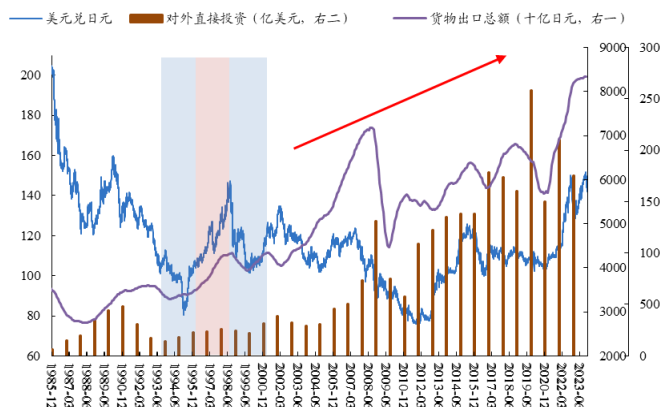
来源：Wind、CEIC，国金证券研究所（单位：%）

图表15：日本国际投资头寸的资产负债变化



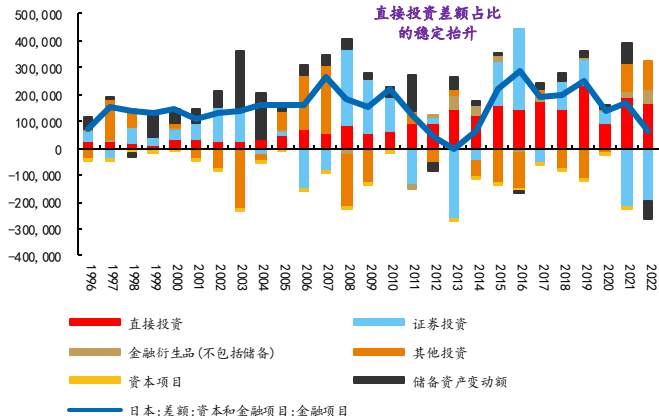
来源：Wind、CEIC，国金证券研究所（单位：万亿日元）

图表16：90 年代以来日本出口与对外投资的变化趋势



来源：Wind、CEIC，国金证券研究所

图表17：日本资本和金融项目差额拆分



来源：Wind、CEIC，国金证券研究所（单位：亿日元）

在讨论日本对外投资的变迁历程之前，需要先了解日本出口地区、产品的变化。毕竟，前面已经提到过，“日企出海”的早期动力之一正是缘于海外出口的限制。

3.1 出口：传统优势制造业是基本盘，为日企出海奠定基础

日本出口地区的转变：从欧美转向亚洲。日本对于欧美国家的出口占比基本在上世纪八、九十年代末达到顶峰，《广场协议》签订前后就是对美出口占比的顶点。尤其自 2000 年开始，随着中国入世及亚洲地区国家的快速发展，日本出口市场从欧美转向亚洲的趋势愈发明显。其中，中国扮演在日本出口中扮演的角色举足轻重，由于中国经济体量的急剧膨胀，日本出口至中国的比重由 2000 年的 6.34% 快速上升至 2020 年的 22.5%；此外，尽管以东盟为代表的亚洲其他经济体确实也成为了日本出口目的地的新增量，但其对日本出口的贡献相对中国来说仍较为有限。

日本出口产品结构的变化：运输设备、机械为代表的优势制造业是基本盘，化工类、消费品类近年来占比上升。运输设备、机械和电机是日本出口占比最大的三项大类产业，也正体现了日本中高端制造业的优势所在，三者合计占日本出口产品比例在上世纪 90 年代前后超过 70%。尽管以上产业在“贸易战”期间均遭受了美国的严厉制裁，然而其后续演变历程却大相径庭。以典型的走向分化的汽车和半导体产业为例，日本车企凭借着成本控制、质量管理的优势延续了 90 年代前的荣光，日本车企当下仍然能够在全球竞争格局中占据一席之地；然而，反观日本或曾引以为傲的半导体产业，除了来自美国的严厉打压之外，在颠覆性创新的浪潮席卷而来之际，日本未能及时跟上新一轮产业趋势，也由此导致了半导体产业的没落。因此，汽车相关的“运输设备”类产品占日本出口比重的下滑有限，从 1988 年 24.8% 回落至目前的 21.9% 左右；而半导体产业背后的“电机”类产品占比则从



1988 年的 23.4% 大幅下行至最新的 16.3% 左右。

另一个重要的变化是,化工类、消费类产品在日本出口产品结构中的占比近年来持续上行。其中,化工类产品主要包括如医药产品、塑料产品、有机化工品等等,两者出口占比高增背后的原因或在于:一则,日本在诸如半导体材料等领域仍然具备显著优势,如光刻胶等;二则,日本的出口结构或与以中国为代表的亚洲新兴经济体逐渐从生产向消费倾斜有关,这些地区也成为了日本消费品“下沉市场”的重要选择。

图表18: 日本出口目的地从欧美向亚洲转移, 中国是重要增量

Date	中国	韩国	中国台湾	中国香港	新加坡	泰国	马来西亚	印尼	菲律宾	越南	印度	美国	德国	英格兰	法国	荷兰	意大利	欧盟	东盟
2022	19.36%	7.24%	6.98%	4.44%	2.99%	4.35%	2.21%	2.02%	1.63%	2.50%	1.87%	18.59%	2.62%	1.48%	0.86%	1.66%	0.71%	9.53%	15.83%
2021	21.64%	6.94%	7.21%	4.68%	2.65%	4.36%	2.06%	1.76%	1.47%	2.52%	1.70%	17.85%	2.74%	1.37%	0.88%	1.66%	0.66%	9.23%	15.00%
2020	22.05%	6.97%	6.93%	4.99%	2.76%	3.98%	1.96%	1.43%	1.37%	2.67%	1.42%	18.44%	2.74%	1.67%	0.88%	1.70%	0.59%	9.45%	14.39%
2019	19.08%	6.56%	6.09%	4.76%	2.86%	4.28%	1.88%	1.98%	1.51%	2.34%	1.56%	19.82%	2.87%	1.97%	0.97%	1.69%	0.65%	11.64%	15.05%
2018	19.51%	7.11%	5.74%	4.70%	3.17%	4.37%	1.89%	2.14%	1.53%	2.23%	1.49%	18.99%	2.83%	1.88%	0.96%	1.72%	0.64%	11.30%	15.51%
2017	19.02%	7.63%	5.82%	5.08%	3.25%	4.22%	1.83%	1.92%	1.59%	2.16%	1.27%	19.30%	2.71%	1.97%	0.90%	1.78%	0.70%	11.06%	15.17%
2016	17.65%	7.17%	6.09%	5.21%	3.08%	4.25%	1.88%	1.76%	1.60%	2.01%	1.27%	20.19%	2.74%	2.12%	0.93%	1.83%	0.73%	11.40%	14.82%
2015	17.49%	7.04%	5.91%	5.60%	3.18%	4.48%	1.92%	1.85%	1.52%	2.01%	1.30%	20.13%	2.60%	1.72%	0.84%	1.86%	0.58%	10.56%	15.20%
2014	18.31%	7.46%	5.79%	5.53%	3.04%	4.54%	2.05%	2.13%	1.43%	1.71%	1.18%	18.67%	2.76%	1.62%	0.86%	1.89%	0.51%	10.38%	15.16%
2013	18.09%	7.90%	5.82%	5.23%	2.93%	5.03%	2.13%	2.38%	1.35%	1.48%	1.20%	18.63%	2.65%	1.55%	0.88%	1.95%	0.46%	10.03%	15.52%
2012	18.05%	7.70%	5.76%	5.14%	2.92%	5.47%	2.22%	2.54%	1.48%	1.34%	1.33%	17.55%	2.66%	1.67%	0.84%	2.02%	0.46%	10.20%	16.20%
2011	19.68%	8.04%	6.19%	5.22%	3.31%	4.56%	2.28%	2.15%	1.36%	1.17%	1.35%	15.28%	2.86%	1.99%	0.97%	2.18%	0.65%	11.62%	14.95%
2010	19.41%	8.10%	6.82%	5.50%	3.28%	4.44%	2.29%	2.07%	1.44%	1.06%	1.17%	15.39%	2.64%	1.84%	0.87%	2.12%	0.73%	11.30%	14.66%
2009	18.90%	8.14%	6.27%	5.49%	3.57%	3.82%	2.22%	1.61%	1.42%	1.12%	1.09%	16.12%	2.8%	2.03%	1.07%	2.33%	0.83%	12.46%	13.84%
2008	15.98%	7.61%	5.90%	5.16%	3.40%	3.77%	2.10%	1.61%	1.28%	1.00%	1.01%	17.54%	3.07%	2.11%	1.15%	2.70%	0.87%	14.11%	13.24%
2007	15.30%	7.61%	6.28%	5.45%	3.06%	3.59%	2.11%	1.27%	1.33%	0.79%	0.86%	20.13%	3.17%	2.28%	1.1%	2.60%	0.94%	14.77%	12.20%
2006	14.34%	7.77%	6.82%	5.63%	2.99%	3.54%	2.04%	1.14%	1.39%	0.64%	0.69%	22.50%	3.16%	2.35%	1.18%	2.28%	0.99%	14.50%	11.79%
2005	13.46%	7.84%	7.32%	6.04%	3.10%	3.77%	2.11%	1.55%	1.52%	0.60%	0.59%	22.55%	3.13%	2.53%	1.30%	2.21%	0.96%	14.70%	12.70%
2004	13.07%	7.82%	7.43%	6.26%	3.18%	3.58%	2.22%	1.60%	1.70%	0.56%	0.54%	22.45%	3.35%	2.65%	1.48%	2.37%	1.14%	15.47%	12.90%
2003	12.16%	7.37%	6.62%	6.33%	3.15%	3.40%	2.39%	1.52%	1.91%	0.56%	0.51%	24.59%	3.48%	2.80%	1.50%	2.49%	1.17%	15.31%	12.98%
2002	9.56%	6.86%	6.30%	6.10%	3.41%	3.16%	2.64%	1.50%	2.03%	0.51%	0.45%	28.54%	3.39%	2.87%	1.47%	2.54%	1.08%	14.71%	13.38%
2001	7.68%	6.27%	6.01%	5.77%	3.65%	2.95%	2.73%	1.59%	2.03%	0.44%	0.48%	30.04%	3.87%	3.01%	1.65%	2.84%	1.10%	16.96%	13.46%
2000	6.34%	6.41%	7.50%	5.67%	4.34%	2.84%	2.90%	1.58%	2.14%	0.41%	0.52%	29.73%	4.17%	3.09%	1.56%	2.63%	1.21%	16.32%	14.29%
1999	5.59%	5.48%	6.89%	5.27%	3.90%	2.70%	2.66%	1.16%	2.10%	0.39%	0.58%	30.72%	4.46%	3.40%	1.63%	2.88%	1.22%	17.80%	12.98%
1998	5.18%	3.96%	6.60%	5.82%	3.81%	2.41%	2.40%	1.11%	1.87%	0.34%	0.62%	30.55%	4.91%	3.76%	1.59%	2.80%	1.09%	18.40%	12.01%
1997	5.16%	6.19%	6.55%	6.47%	4.81%	3.46%	3.45%	2.42%	2.0%	0.30%	0.53%	27.82%	4.28%	3.26%	1.34%	2.33%	0.90%	15.58%	16.56%
1996	5.33%	7.14%	6.32%	6.17%	5.05%	4.44%	3.73%	2.20%	2.04%	0.28%	0.59%	27.22%	4.43%	3.04%	1.31%	2.25%	0.82%	15.31%	17.78%
1995	4.96%	7.05%	6.52%	6.26%	5.20%	4.45%	3.79%	2.25%	1.61%	0.2%	0.57%	27.29%	4.59%	3.19%	1.37%	2.24%	0.92%	15.89%	17.43%
1994	4.73%	6.15%	6.01%	6.50%	4.95%	3.71%	3.12%	1.93%	1.49%	0.6%	0.52%	29.72%	4.50%	3.22%	1.33%	2.12%	0.85%	14.55%	15.24%
1993	4.75%	5.28%	6.11%	6.28%	4.59%	3.40%	2.66%	1.66%	1.33%	0.18%	0.42%	29.19%	5.03%	3.34%	1.52%	2.06%	0.90%	15.72%	13.67%
1992	3.51%	5.24%	6.23%	6.10%	3.82%	3.05%	2.39%	1.64%	1.03%	0.13%	0.44%	28.18%	5.99%	3.62%	1.86%	2.39%	1.15%	18.42%	11.98%
1991	2.73%	6.38%	5.81%	5.19%	3.89%	3.00%	2.43%	1.78%	0.84%	0.07%	0.48%	29.09%	6.56%	3.51%	1.95%	2.29%	1.20%	18.81%	11.99%
1990	2.13%	6.07%	5.39%	4.55%	3.73%	3.17%	1.91%	1.75%	0.88%	0.08%	0.60%	31.49%	6.19%	3.77%	2.14%	2.15%	1.19%	18.66%	11.47%
1989	3.08%	6.03%	5.61%	4.18%	3.36%	2.49%	1.51%	1.20%	0.87%	0.06%	0.73%	33.88%	5.78%	3.89%	1.92%	1.86%	1.01%	17.39%	9.46%
1988	3.58%	5.83%	5.42%	4.42%	3.14%	1.95%	1.16%	1.15%	0.66%	0.07%	0.79%	33.85%	5.96%	4.01%	1.88%	1.91%	1.05%	17.69%	8.08%
1987	3.60%	5.77%	4.94%	3.86%	2.61%	1.28%	0.94%	1.30%	0.62%	0.08%	0.86%	36.46%	5.62%	3.66%	1.75%	1.78%	0.92%	16.47%	6.78%
1986	4.72%	4.99%	3.72%	3.42%	2.18%	0.97%	0.82%	1.27%	0.52%	0.09%	1.00%	38.44%	5.00%	3.18%	1.51%	1.56%	0.82%	14.66%	5.79%
1985	7.13%	4.04%	2.87%	3.73%	2.20%	1.16%	1.25%	1.24%	0.53%	0.08%	0.90%	37.14%	3.92%	2.70%	1.18%	1.17%	0.63%	11.36%	6.43%
1984	4.27%	4.24%	3.52%	3.86%	2.71%	1.42%	1.69%	1.80%	0.63%	0.07%	0.69%	35.27%	3.89%	2.74%	1.14%	1.07%	0.61%	11.40%	8.30%
1983	3.34%	4.09%	3.46%	3.60%	3.03%	1.71%	1.89%	2.42%	1.19%	0.08%	0.97%	29.16%	4.00%	3.39%	1.37%	1.18%	0.59%	12.60%	10.22%
1982	2.53%	3.53%	3.06%	3.40%	3.15%	1.38%	1.81%	3.08%	1.30%	0.07%	1.01%	26.18%	3.60%	3.45%	1.67%	1.20%	0.62%	12.27%	10.72%
1981	3.33%	3.72%	3.55%	3.49%	2.94%	1.48%	1.59%	2.71%	1.27%	0.07%	0.79%	25.45%	3.91%	3.15%	1.45%	1.25%	0.60%	12.39%	9.98%
1980	3.88%	4.17%	3.98%	3.67%	3.01%	1.48%	1.58%	2.66%	1.30%	0.09%	0.70%	24.23%	4.43%	2.92%	1.55%	1.58%	0.74%	12.82%	10.03%
1979	3.57%	6.03%	4.23%	3.58%	2.61%	1.66%	1.47%	2.07%	1.57%	0.11%	0.75%	25.62%	4.14%	2.99%	1.35%	1.61%	0.66%	12.29%	9.38%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (注: 图为不同国家占日本出口的比例)

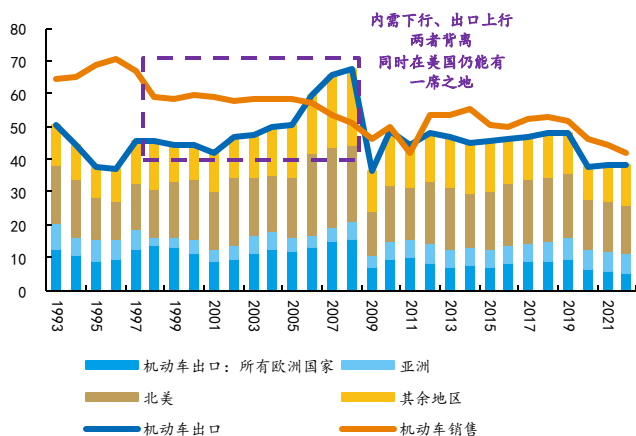


图表19：运输设备、机械等传统优势制造业是出口基本盘，化工、消费品类近年来占比抬升明显

较1988年变化	0.53%	0.89%	1.54%	6.05%	-1.36%	-2.33%	-7.06%	-2.86%	4.59%
Date	食品	原料	矿物燃料	化工	制成品	机械	电机	运输设备	其他
2023	1.18%	1.61%	1.76%	11.32%	11.93%	18.83%	16.35%	21.94%	15.07%
2022	1.16%	1.61%	2.24%	12.01%	12.04%	19.26%	17.66%	19.41%	14.61%
2021	1.19%	1.73%	1.19%	12.70%	11.95%	19.72%	18.42%	19.49%	13.60%
2020	1.16%	1.49%	1.06%	12.48%	10.97%	19.21%	18.86%	21.14%	13.65%
2019	0.98%	1.34%	1.80%	11.36%	10.93%	19.66%	17.17%	23.55%	13.22%
2018	0.91%	1.42%	1.60%	10.95%	11.21%	20.26%	17.36%	23.17%	13.12%
2017	0.82%	1.44%	1.43%	10.46%	11.09%	20.04%	17.49%	23.29%	13.93%
2016	0.87%	1.35%	1.28%	10.17%	11.20%	19.44%	17.59%	24.76%	13.34%
2015	0.79%	1.50%	1.65%	10.26%	12.19%	19.08%	17.57%	23.99%	12.96%
2014	0.66%	1.63%	2.08%	10.70%	12.95%	19.45%	17.31%	23.13%	12.10%
2013	0.62%	1.73%	2.20%	10.76%	13.15%	19.15%	17.27%	23.41%	11.71%
2012	0.56%	1.66%	1.61%	9.98%	13.24%	20.15%	17.89%	23.52%	11.39%
2011	0.55%	1.48%	1.90%	10.37%	13.40%	21.06%	17.70%	21.41%	12.13%
2010	0.60%	1.40%	1.64%	10.27%	13.03%	19.76%	18.77%	22.64%	11.88%
2009	0.67%	1.53%	1.75%	10.67%	12.95%	17.85%	19.88%	21.88%	12.82%
2008	0.50%	1.30%	2.31%	8.97%	12.56%	19.66%	18.97%	24.77%	10.96%
2007	0.50%	1.25%	1.22%	9.23%	11.77%	19.82%	20.19%	24.83%	11.20%
2006	0.48%	1.20%	0.86%	9.03%	11.53%	19.67%	21.36%	24.25%	11.64%
2005	0.49%	1.13%	0.72%	8.91%	11.27%	20.34%	22.16%	23.15%	11.85%
2004	0.46%	1.03%	0.38%	8.54%	10.69%	20.61%	23.50%	23.06%	11.73%
2003	0.49%	0.91%	0.31%	8.30%	10.43%	20.21%	23.57%	24.31%	11.47%
2002	0.52%	0.87%	0.33%	8.01%	10.51%	20.34%	22.88%	24.95%	11.60%
2001	0.74%	0.84%	0.37%	7.63%	10.28%	20.89%	23.55%	22.73%	12.98%
2000	0.44%	0.69%	0.31%	7.37%	9.81%	21.48%	26.46%	20.96%	12.47%
1999	0.50%	0.71%	0.30%	7.37%	10.24%	21.35%	24.32%	22.70%	12.50%
1998	0.51%	0.75%	0.33%	7.02%	10.85%	22.52%	23.20%	23.22%	11.59%
1997	0.52%	0.72%	0.47%	7.11%	10.99%	23.81%	23.64%	21.53%	11.20%
1996	0.48%	0.74%	0.48%	7.02%	11.06%	24.70%	24.32%	20.43%	10.76%
1995	0.48%	0.70%	0.57%	6.81%	11.16%	24.10%	25.64%	20.29%	10.25%
1994	0.52%	0.64%	0.59%	5.98%	10.77%	23.48%	24.56%	23.45%	10.02%
1993	0.55%	0.61%	0.56%	5.60%	11.07%	22.91%	23.36%	25.18%	10.17%
1992	0.57%	0.65%	0.48%	5.63%	11.39%	22.46%	22.79%	25.64%	10.39%
1991	0.58%	0.63%	0.42%	5.56%	11.85%	22.10%	23.45%	24.75%	10.66%
1990	0.57%	0.68%	0.44%	5.54%	12.03%	22.13%	22.98%	25.01%	10.62%
1989	0.61%	0.70%	0.36%	5.36%	12.93%	22.22%	23.43%	24.15%	10.24%
1988	0.64%	0.72%	0.22%	5.27%	13.29%	21.15%	23.41%	24.81%	10.48%

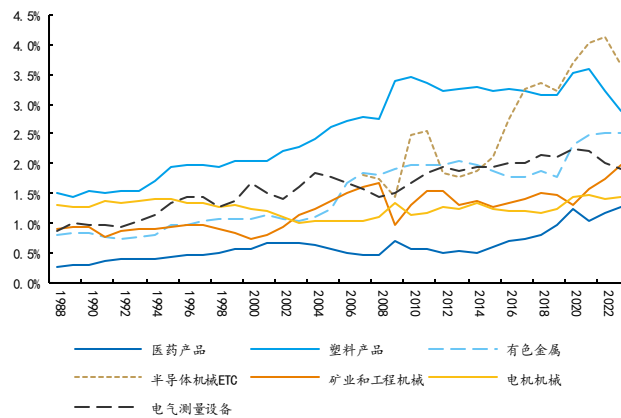
来源：Bloomberg，国金证券研究所（注：图为一级分项占日本总出口的比例）

图表20：汽车产业并未由于“贸易战”而明显衰落



来源：Wind、CEIC，国金证券研究所（单位：万辆）

图表21：近年出口占比抬升的二级分项产品



来源：Wind、Bloomberg，国金证券研究所

3.2 对外投资：日本经济“失去的20年”中的闪光点

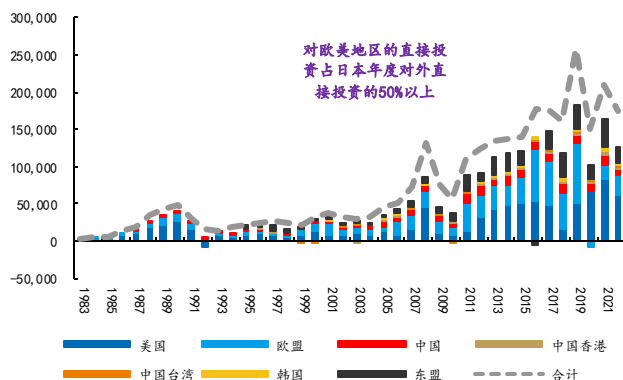
3.2.1 哪些地区和产业是日本企业国际拓展时的主角？

日本对外投资地区：美欧是主要目的地，中国为代表的新兴市场则从最初的成本驱动转向市场与成本结合。九十年代的泡沫破裂后，日本对外直接投资的动机主要包括以下几个方面：开拓东道国的市场、建立全球分工体系、先进技术优势的汲取、寻求低成本的劳动力资源等。从日本的对外投资活动我们可以观察到美欧长期占日本年度对外直接投资金额的

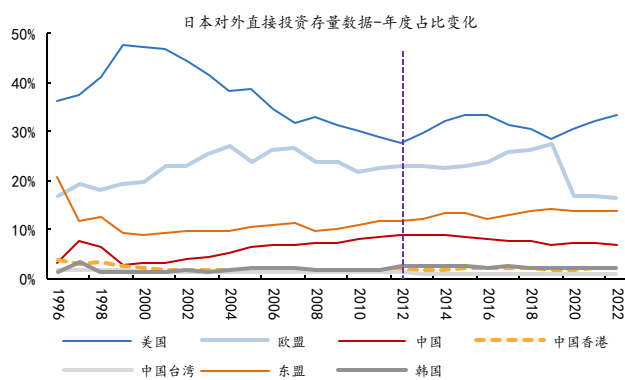


50%以上，时至今日仍是如此。背后逻辑在于：一方面，美欧凭借自身庞大的内需市场自然吸引了大量日企前往投资，毕竟相较于寻求低成本的劳动力资源，开拓市场以获取市场份额要重要得多；另一方面，泡沫破裂后日本经济增速再次降档的同时，也意味着日本从曾经的“追赶型经济体”迈入了“被追赶型经济体”的队列，创新驱动变得愈发重要，加之日元汇率升值带来的购买力增强，也推动了日企在欧美发达市场加大布局以提升自身技术水平。这也意味着日本对外投资活动主要以市场和技术驱动为主。此外，以中国、东盟为代表的亚洲新兴经济体则是早期日本寻求低成本劳动力优势的典型。不过，随着这些地区经济的飞速发展，尤其是中国，日企在当地销售比率¹迎来了快速上升，即日本投资动机从单纯的成本型转向成本与市场的结合。

图表22：日本对外直接投资年度流量数据



图表23：美欧长期占日本对外投资50%以上

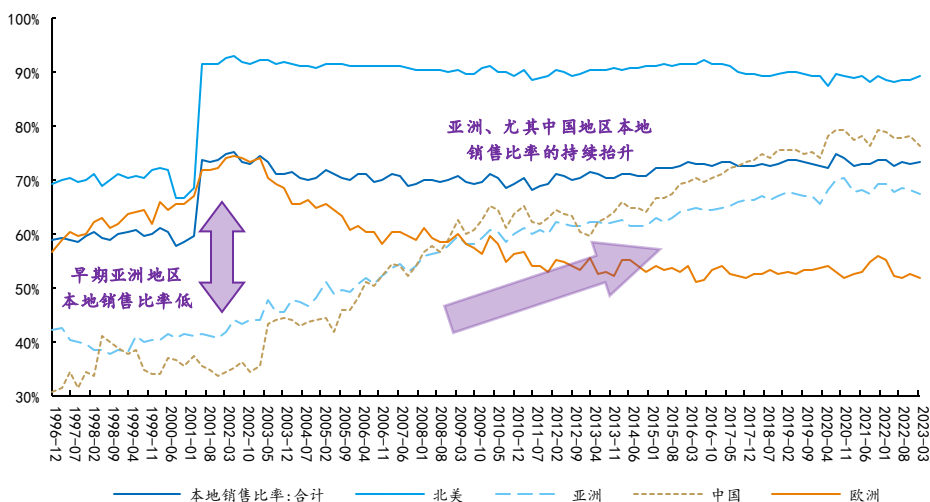


来源：Wind、CEIC，国金证券研究所（单位：百万美元，注：“合计”指日本对

来源：Wind、Bloomberg、国金证券研究所

外直接投资的整体数据，堆积柱状图仅展示部分主要国家）

图表24：日本制造业海外子企业本地销售比率



来源：Wind、CEIC，国金证券研究所

日本对外直接投资从制造业走向非制造业，行业变迁与出口结构变化特征相关。截至2022年，日本对外投资的制造业主要以化工与医药、运输设备、食品、电气机械、通用机械为主，非制造业主要以金融保险业、批发零售业与通讯业为主。从其对外投资行业变化趋势来看，可得出两点特征：（1）日本在中高端制造业领域的出口竞争优势奠定了其对外直接投资高占比的初始格局，典型的如电气机械和运输设备，2005年合计占据日本对外投资的比重为32.6%。同时，这两个行业亦属于早期日本出口结构中占比较高的行业，90年代初期其出口占比合计为70%，这意味着日本的这几个行业已经逐步完成产业升级且具备全球竞争力，并为其之后实现出海扩张奠定充分的基础。（2）日本企业出海的行业范围逐步

¹ 本地销售比率=海外子企业在当地的销售收入/海外子企业的销售收入。



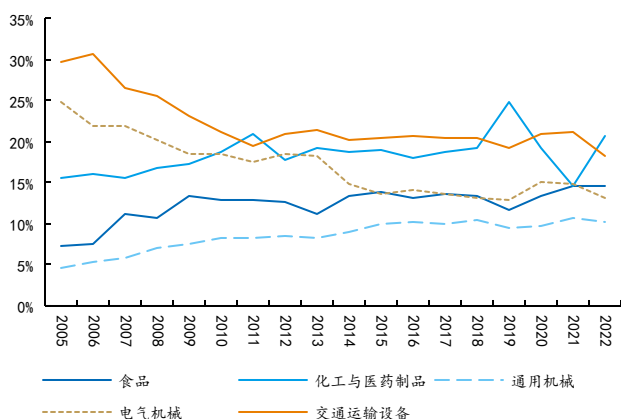
由制造业扩散至非制造业，同时制造业内部逐步向微笑曲线两端扩散。2005 年日本出海行业仍主要集中于制造业，其占据日本对外投资比重为 60%左右；而伴随日本增加对于非制造业投资的规模，到了 2022 年日本对外投资增加至 62%左右比重。一方面，伴随日本企业出海版图的扩张，在保持原有优势产业的出海份额的同时，逐步向微笑曲线的上游以研发、技术为主和下游的消费品行业进行扩张。我们可以观察到，得益于日本在化工部分领域、尤其新材料领域凭借过往研发积累不断精进技术以快速抢占全球市场份额，以食品、化工医药等消费类、原材料类行业的在制造业中的占比不断抬升。2005-2022 年期间食品、化工与医药制品占据制造业对外投资的比重分别由 7.2%、15.48%上升至 14.57%、20.61%。另一方面，伴随全球价值链不断拓展的同时也面临着协调整合难度的加大，日本加大了对生产性服务业的投资，由此带来了对外投资中服务业占比的提升。其中，金融保险业、批发零售业与通讯业是非制造业对外投资的主力，三者占非制造业对外投资中的比重合计超 75%。

图表25：日本对外直接投资存量占比——行业占比

Date	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
制造业	59.84%	58.40%	55.44%	49.13%	47.80%	46.33%	47.96%	47.18%	46.70%	45.27%	43.59%	42.12%	41.24%	39.85%	40.95%	40.91%	36.45%	37.79%
食品	4.31%	4.36%	6.24%	5.22%	6.39%	5.99%	6.22%	5.95%	5.22%	6.09%	6.05%	5.48%	5.58%	5.31%	4.72%	5.45%	5.26%	5.51%
纺织品	0.42%	0.34%	0.26%	0.55%	0.49%	0.44%	0.51%	0.50%	0.45%	0.52%	0.46%	0.54%	0.54%	0.59%	0.56%	0.55%	0.56%	0.53%
木材及木制品	0.86%	0.77%	0.86%	0.72%	0.78%	0.81%	0.94%	0.83%	0.84%	0.90%	0.85%	0.76%	0.64%	0.70%	0.65%	0.65%	0.64%	0.69%
化工与医药制品	9.26%	9.30%	8.63%	8.17%	8.21%	8.71%	9.98%	8.41%	8.95%	8.46%	8.28%	7.61%	7.76%	7.63%	10.19%	7.89%	5.34%	7.79%
石油	0.97%	1.35%	1.01%	0.99%	0.44%	0.34%	0.32%	0.44%	0.47%	0.39%	0.29%	0.22%	0.21%	0.22%	0.21%	0.22%	0.22%	0.23%
橡胶与皮革	1.11%	1.16%	1.14%	1.03%	1.10%	1.03%	1.14%	1.15%	1.28%	1.44%	1.34%	1.41%	1.45%	1.39%	1.32%	1.36%	1.20%	1.27%
玻璃、陶瓷、石材和粘土制品	2.26%	2.33%	2.04%	1.65%	1.96%	1.85%	1.76%	1.70%	1.61%	1.66%	1.48%	1.50%	1.48%	1.29%	1.49%	1.43%	1.62%	1.49%
钢铁与有色金属	3.27%	2.93%	3.20%	2.52%	2.81%	3.10%	3.27%	3.38%	3.30%	3.61%	3.49%	3.45%	3.05%	3.02%	2.68%	2.46%	2.44%	2.47%
通用机械	2.77%	3.05%	3.17%	3.40%	3.56%	3.81%	3.99%	4.03%	3.80%	4.08%	4.31%	4.29%	4.10%	4.16%	3.92%	3.93%	3.86%	3.83%
电气机械	14.81%	12.80%	12.10%	9.87%	8.81%	8.59%	8.41%	8.73%	8.46%	6.68%	5.92%	5.91%	5.63%	5.21%	5.26%	6.13%	5.43%	4.92%
交通运输设备	17.83%	17.86%	14.63%	12.53%	10.99%	9.77%	9.37%	9.81%	9.99%	9.13%	8.85%	8.71%	8.39%	8.10%	7.82%	8.57%	7.70%	6.89%
精密机械	1.55%	1.55%	1.45%	1.25%	1.07%	0.91%	1.05%	1.22%	1.26%	1.22%	1.18%	1.14%	1.27%	1.07%	1.05%	1.08%	1.05%	1.11%
非制造业	40.16%	41.60%	44.56%	50.87%	52.20%	53.67%	52.04%	52.82%	53.30%	54.73%	56.41%	57.88%	58.76%	60.15%	59.05%	59.09%	63.55%	62.21%
农林业	0.03%	0.03%	0.05%	0.03%	0.03%	0.03%	0.13%	0.12%	0.11%	0.14%	0.10%	0.09%	0.07%	0.07%	0.07%	0.08%	0.09%	0.08%
渔业	0.14%	0.12%	0.09%	0.11%	0.10%	0.09%	0.05%	0.05%	0.06%	0.17%	0.16%	0.16%	0.13%	0.12%	0.10%	0.11%	0.09%	0.08%
采掘业	2.01%	2.58%	3.41%	4.68%	5.70%	6.31%	7.46%	8.62%	8.01%	8.20%	7.69%	6.33%	5.18%	4.97%	4.69%	4.63%	4.39%	4.27%
建筑业	0.17%	0.21%	0.23%	0.22%	0.28%	0.31%	0.35%	0.48%	0.49%	0.50%	0.45%	0.52%	0.52%	0.58%	0.43%	0.47%	0.47%	0.43%
交通运输业	0.67%	0.78%	1.08%	1.00%	1.21%	1.23%	1.19%	1.19%	1.24%	1.18%	1.73%	1.37%	1.12%	1.16%	1.14%	1.08%	0.93%	0.96%
通讯业	1.17%	1.18%	0.51%	1.09%	1.46%	2.62%	1.79%	2.18%	4.23%	5.34%	5.71%	6.09%	6.79%	7.99%	6.70%	5.94%	5.88%	5.34%
批发与零售业	11.01%	11.19%	13.75%	14.47%	14.22%	13.97%	12.91%	13.51%	12.56%	13.93%	14.16%	13.85%	14.06%	14.43%	15.49%	15.41%	17.91%	17.18%
金融、保险业	17.21%	18.00%	19.51%	23.98%	23.74%	23.44%	22.19%	20.53%	20.00%	18.60%	19.63%	19.79%	20.34%	20.99%	21.20%	22.43%	24.78%	24.55%
房地产业	1.72%	1.11%	0.96%	0.98%	0.97%	1.01%	1.18%	1.30%	1.49%	1.50%	1.60%	1.86%	2.01%	2.10%	2.54%	2.07%	2.07%	2.31%
服务业	3.45%	3.03%	2.02%	1.99%	1.82%	1.92%	1.76%	2.20%	2.51%	2.62%	2.64%	5.12%	5.60%	4.80%	3.97%	3.92%	3.85%	3.89%

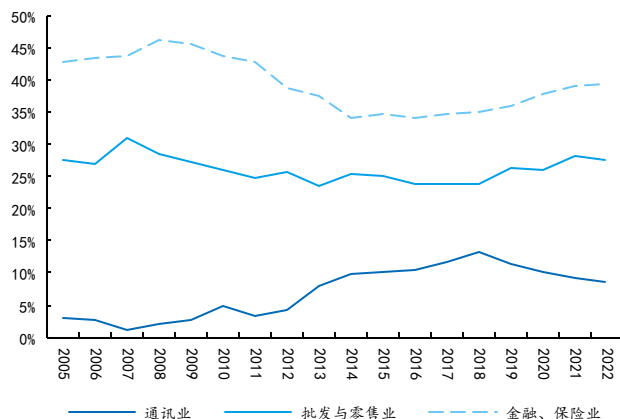
来源：Wind，国金证券研究所

图表26：日本制造业对外直接投资的主要行业占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表27：日本非制造业对外直接投资的主要行业占比



来源：Wind，国金证券研究所

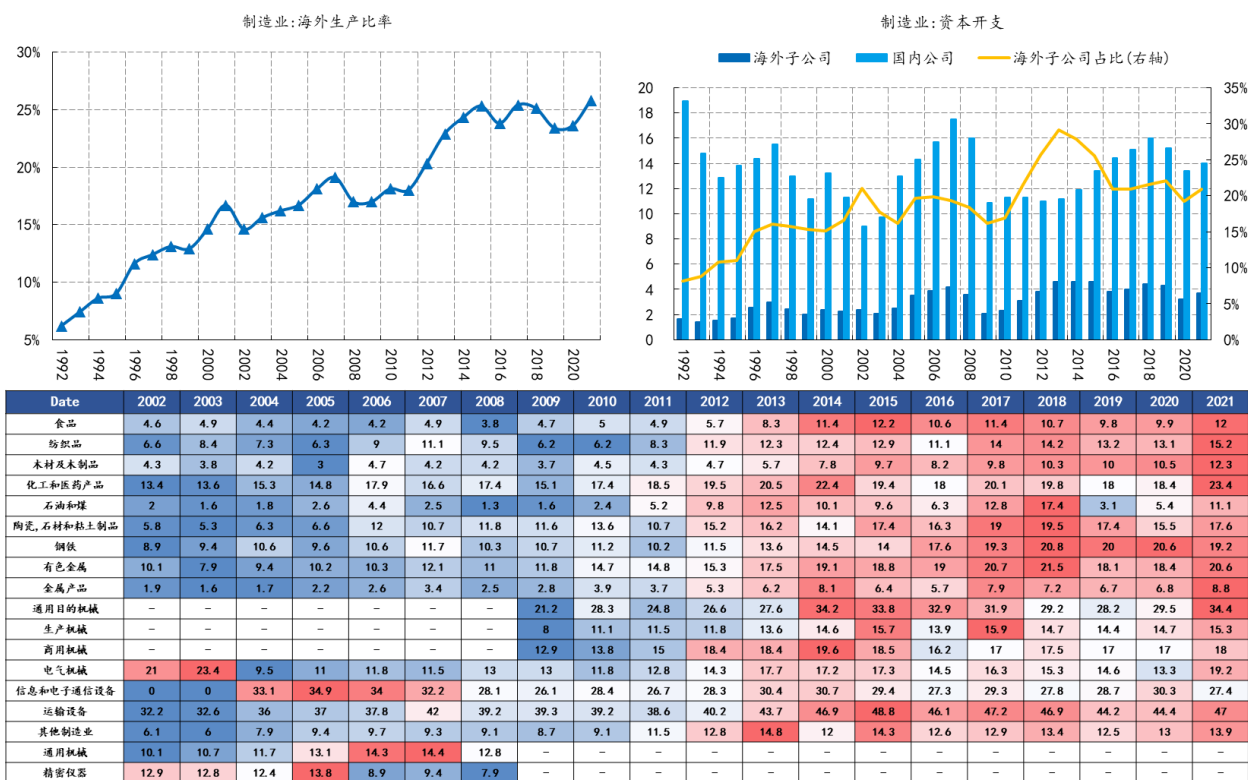
更进一步，海外生产比率²和资本开支占比的显著提升亦验证日本企业出海的进程及产业变迁。一方面，基于公司资本开支的角度，90 年代国内公司和海外子公司的资本开支不同的表现形态进一步验证了日本内需沉沦下企业减少投资，同时通过出海以获得新的增长点。其中，90 年代国内公司的资本开支由 1992 年的 18.93 万亿日元下降至 2002 年的 9 万亿日元，反观海外子公司的资本开支由 1.67 万亿日元上升至 2.4 万亿日元。此外，海外子公司的资本开支占比从 90 年的 8%左右上升到了 2021 年的 21%，在国内公司资本开支

² 海外生产比率=海外生产额/（海外生产额+国内生产额）。



中枢下移时，海外子公司却在扩张。另一方面，从海外生产比率来看，日本制造业的海外生产比率从 92 年的 6% 左右上升到了 21 年的 25.8%，下属不同行业的海外生产比率均呈逐年抬升的态势，典型的例如“运输设备”行业的海外生产比率已经接近 50%。同时，日本对外直接投资扩张的行业如化工和医药、通用机械亦明显上升，截至 2021 年分别上升至 23.4% 和 34.4%。

图表28：海外子公司的海外生产比率、资本开支占比自 90 年代后均明显上升



来源：Wind、CEIC、Bloomberg、《Basic Survey on Overseas Business Activities》，国金证券研究所（注：“资本开支”图左轴单位：万亿日元；

下图表格为制造业下属主要一级分项的“海外生产比率”）

3.2.2 日企的出海成果如何？

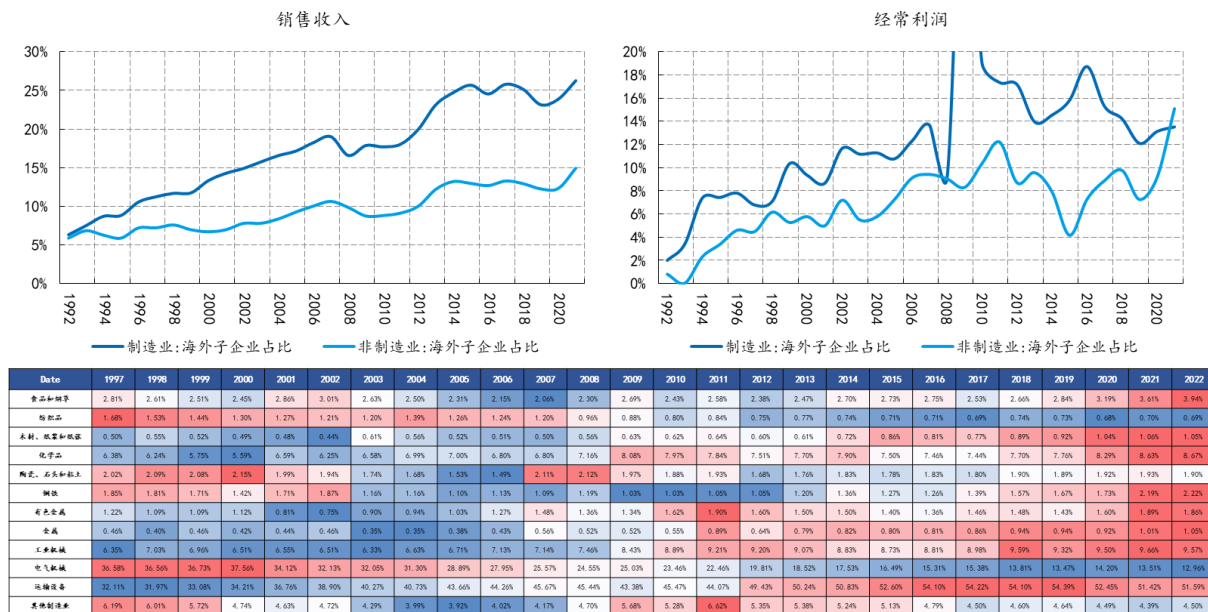
日企出海的“盈利优势”在 2012 年之前是清晰可见的。一方面，海外市场份额的扩张为企业贡献收入增量。尽管 2013 年之后海外业务收入增速有所放缓，但在 1992-2021 年这接近 30 年的时间里，制造业和非制造业的海外收入年均复合增速分别为 6.1%、3.9%，均远高于国内收入的年均复合增速，分别为 0.2% 和 0.3%。事实上，截至 2021 年，日本制造业/非制造业海外子公司的销售收入占比分别从 1992 年的 6.3%/5.8% 左右提升至 2021 年的 26.3%/15% 左右，两者经常利润的海外子公司占比分别从 92 年的 2%/0.8% 提升至 2021 年的 13.5% 和 15.1%。另一方面，从盈利能力的视角来看，海外市场规模的扩张同时带来公司营业利润率的改善。2012 年是一个重要的转折点，在此以前，海外子公司无论制造业、非制造业，其经常利润/销售收入的比率都优于国内企业，然而这一趋势在 2012 年之后逆转了。从资产收益率的角度来看，同样如此，至少在 2014、15 年以前，日本企业海外子公司的资产收益率显著高于国内企业；然而，分别自 2015、2018 年起，非制造业、制造业的出海“收益率”优势已不再。对此，可能的解释是，一方面，随着“安倍三支箭”的陆续推出，2012 年后正是日本国内开始走出“失落的二十年”的重要拐点，或由此推动了国内企业盈利能力的修复；而另一方面，2012 年前后，以中国为代表的部分亚洲经济体要素成本的上升，或也导致了日本原本在这些地区投资所寻求的低成本优势逐步消退，一个潜在的证据是 2012 年后欧美在日本对外直接投资存量中的占比又开始重新抬升。

更进一步地对日本海外子公司制造业销售收入的结构进行拆分，再次证明了日本活跃在国际市场上主要产业的分化。以汽车为代表的“运输设备”占全部制造业海外子公司的收入占比从 1997 年的 32% 左右提升至 2022 年 51.5%，而电气机械的占比则从 1997 年的 36.6% 回落至 2022 年的 12.3%。也就是说，曾经并列为日本优势产业的两个行业在 90 年代之后是朝着相反的方向变化的。另外，化学品、工业机械的占比在这 26 年的时间里亦出现上



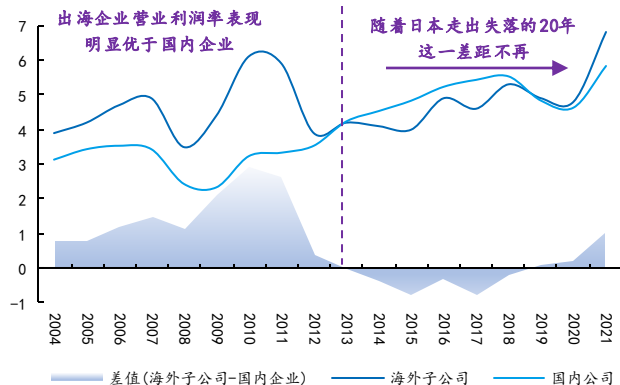
升，不过相比汽车的上升幅度仍较低，分别为 2.29pct、3.22pct。

图表29：制造业/非制造业海外子公司的销售收入和经常利润占比变化趋势

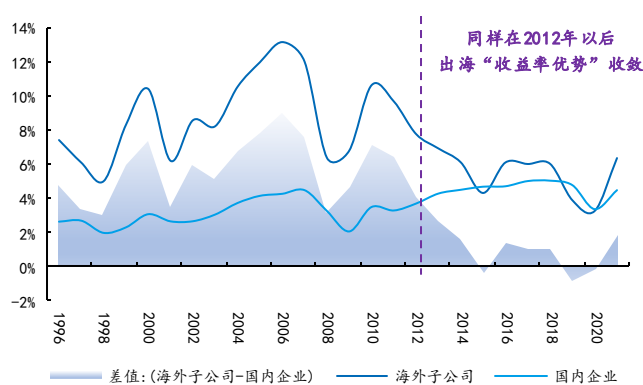


来源：Wind、CEIC、Bloomberg、《Basic Survey on Overseas Business Activities》，国金证券研究所；注：（1）下图表格为制造业下属一级细分行业占全部制造业海外子公司销售收入比重；（2）我们以总部在日本的企业代表国内企业，下同。

图表30：日本海外子公司与国内企业的营业利润率



图表31：日本海外子公司与国内企业的总资产收益率

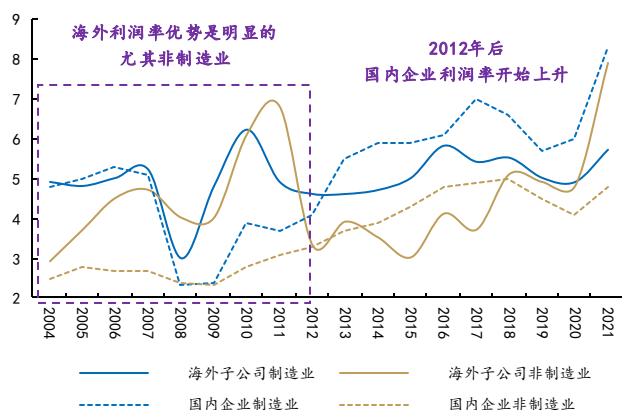


来源：Wind、CEIC、《Basic Survey on Overseas Business Activities》，国金证券研究所（单位：%）

来源：Wind、CEIC、《Basic Survey on Overseas Business Activities》，国金证券研究所

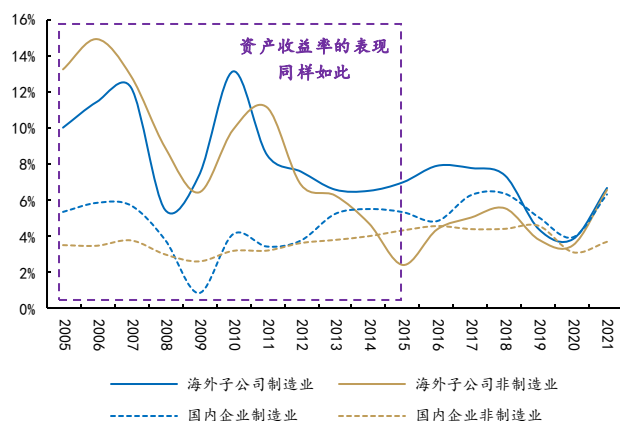


图表32：制造业/非制造业营业利润率



来源：Wind、CEIC、《Basic Survey on Overseas Business Activities》，国金证券研究所（注：实线虚线代表海外子公司和国内企业，不同颜色代表制造业/非制造业，单位：%）

图表33：制造业/非制造业总资产收益率



来源：Wind、CEIC、《Basic Survey on Overseas Business Activities》，国金证券研究所（注：实线虚线代表海外子公司和国内企业，不同颜色代表制造业/非制造业）

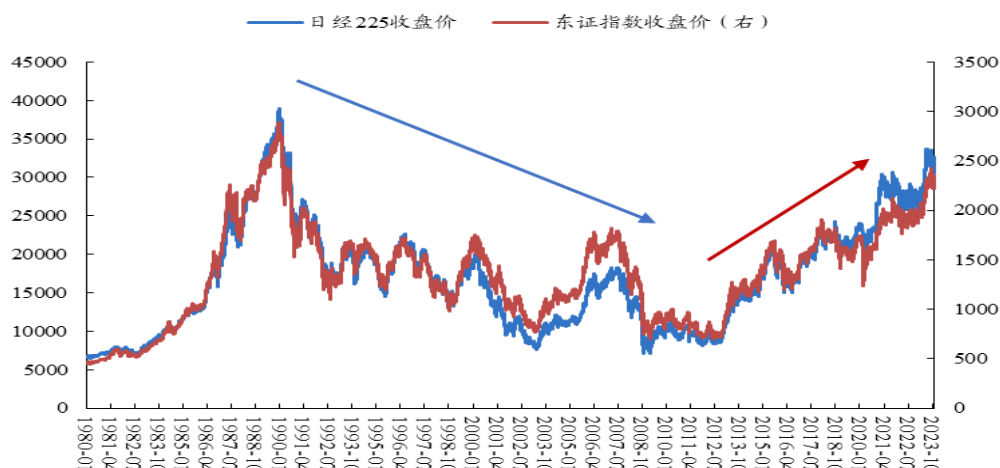
四、股市映射：海外扩张支撑股价表现，利润率是重要变量

上市公司层面，日企海外扩张的特征同样明显。可以利用日本股市的上市公司海外收入占比的变化趋势，与前述宏观层面的数据进行交叉验证，再次证明过去多年来日企“海外扩张”的特征，整体节奏也是电器、精密仪器、运输设备等传统优势制造业先行，化工、医药等原材料类、消费类行业近10年后居上。截至2022年末，电器、化工、机械、运输设备、医药、精密仪器、玻璃与陶瓷产品、橡胶产品等行业海外业务收入占比均超过40%。与此同时，我们考察日本股市89年泡沫见顶至2022年末期间行业股价表现与各行业海外营收占比的关系。

日企海外扩张带来的盈利优势，成为制造业类行业股价表现韧性背后的重要驱动力。时至今日，无论是为人广泛使用的日经225指数还是更具合理性的东证指数都未曾超越89年末泡沫的高点；而1989年末至2012年末，日本股市整体更是经历了惨烈而漫长的杀估值，指数跌幅超过70%，在此期间无一行业指数上涨。不过，无论是日股漫长杀估值期间还是拉长时间维度来看（1989年末至2022年底），表现相对韧性且具备超额收益的行业主要集中在海外收入占比较高的板块，典型的如运输设备、精密仪器、橡胶产品等制造业类相关行业在2022年末的海外收入占比均超过了40%。背后逻辑在于：日本企业出海业务版图的扩张在带来市场份额提升的同时，由于海外业务具备更高的利润率，进而将带来整体利润率的提升，意味着日本企业出海具备更高的盈利优势。正如前述宏观数据所展现的，海外子公司在2012年以前往往拥有更高的利润率优势，而2012年之后即便海外业务与国内业务存在利润率收敛的趋势，但利润率整体中枢依然向上。事实上，我们观察两组数据也可以得出同样的结论：一是我们挑选出制造业内部出海收入占比高的行业与占比低的行业以观察两者利润率的变化趋势，海外收入占比高的行业（如精密仪器）比海外收入占比低的行业（如纸浆与纸）具备相对优势；二是进一步拆分“失落的20年”中制造业类行业ROE抬升背后的驱动力，也会发现净利率是绝对重要的贡献力量。



图34：1989年末至2012年底日股经历了漫长的杀估值，至今仍未超越89年末高点



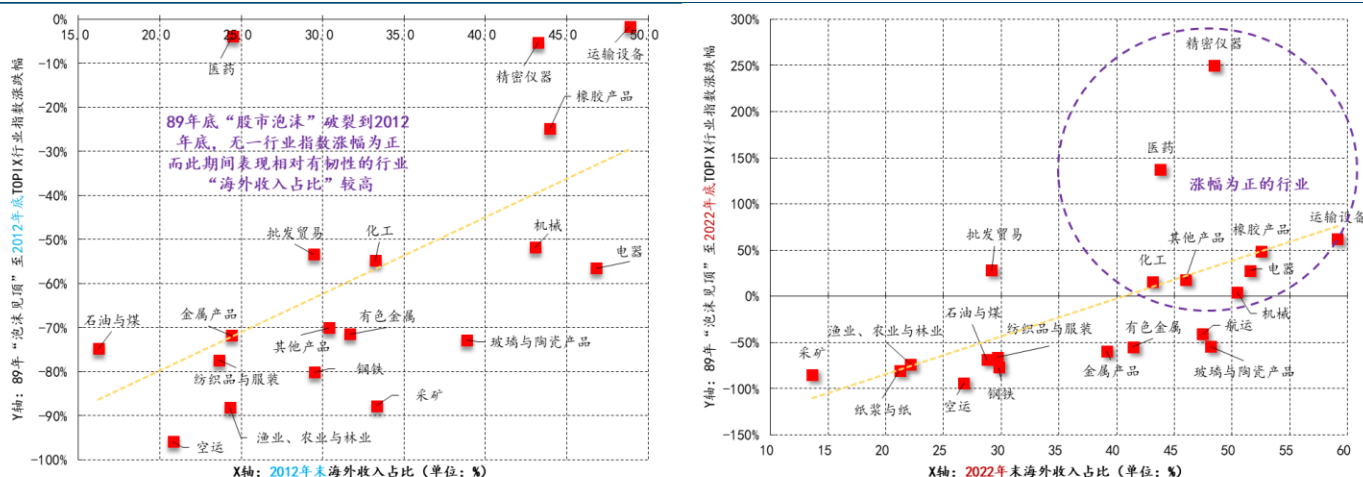
来源：Wind、国金证券研究所

图35：日本整体上市公司的海外收入占比同样呈逐年上升趋势（按披露公司口径自行计算）

风格	行业名称	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
必选消费	批发贸易	-	23.42	20.79	25.20	23.51	26.77	30.03	29.44	31.89	32.69	31.70	29.94	30.35	29.16	22.86	22.98	24.89	29.16
科技	电器	42.90	42.26	46.43	45.89	44.53	47.91	43.11	46.81	45.80	50.01	49.81	48.94	50.85	47.11	44.52	48.57	47.61	51.60
上游周期	化工	25.42	27.36	30.24	29.71	27.53	31.22	30.51	33.23	30.84	34.04	38.43	36.37	36.81	37.11	37.35	38.64	42.93	43.12
中游制造	机械	31.95	37.53	40.56	37.27	38.17	38.24	41.78	43.06	44.32	46.74	46.68	45.20	47.15	46.27	44.25	45.72	46.39	50.46
可选消费	运输设备	38.69	46.15	42.79	47.75	46.99	48.97	45.22	48.89	54.68	54.58	54.51	61.11	61.38	59.12	55.36	56.68	55.95	59.15
-	其他产品	29.30	33.72	30.38	31.37	32.50	36.75	28.64	30.39	37.20	35.47	41.15	34.08	32.54	36.97	30.81	38.18	47.78	45.98
必选消费	纺织品与服装	16.71	22.36	20.48	18.47	18.73	20.39	22.20	23.62	25.51	25.63	22.76	29.10	26.93	26.63	25.73	30.15	26.98	29.68
必选消费	医药	-	20.41	11.98	21.60	17.17	20.02	23.43	24.48	23.15	28.65	25.89	32.63	30.49	27.26	33.88	35.98	34.01	43.77
科技	精密仪器	41.08	42.45	42.52	46.98	41.46	43.21	43.76	43.25	45.42	41.13	47.17	44.42	38.81	47.62	47.35	42.46	46.86	48.44
中游制造	玻璃与陶瓷产品	26.72	34.38	35.27	32.86	36.00	34.21	40.55	38.84	41.14	29.78	38.77	40.00	39.64	42.72	39.14	40.51	44.15	48.16
上游周期	钢铁	19.98	25.20	23.00	28.16	21.05	22.99	21.56	29.50	25.91	29.13	26.66	29.09	26.83	30.35	32.38	28.61	30.10	29.78
上游周期	有色金属	23.24	20.58	22.38	25.61	24.41	30.28	27.79	31.68	32.94	36.81	33.77	34.80	38.93	38.42	38.71	38.30	39.42	41.42
中游服务	仓储与港口运输	-	-	20.61	23.27	24.04	-	18.05	22.70	16.91	14.75	32.54	30.40	19.27	26.74	27.38	25.44	-	-
中游制造	橡胶产品	29.99	31.40	33.13	33.09	37.69	38.12	41.92	43.97	48.51	44.83	40.72	46.40	48.17	46.35	46.20	51.59	47.16	52.52
上游周期	石油与煤	-	16.16	11.82	17.64	11.59	8.30	6.45	16.22	15.48	21.79	28.99	25.92	26.26	20.74	24.73	27.78	28.18	28.77
中游服务	航运	73.84	64.72	68.57	72.42	67.00	37.65	56.64	55.86	51.61	51.32	35.23	42.52	43.84	35.74	39.88	41.01	48.10	47.45
必选消费	渔业、农业与林业	15.17	21.56	20.14	18.96	19.97	20.90	22.18	24.31	22.02	33.69	34.06	34.36	22.10	7.34	29.78	-	33.17	22.14
上游周期	采矿	-	20.83	44.13	20.46	17.41	29.18	29.09	33.31	38.23	43.21	44.42	24.55	34.47	27.87	41.10	28.97	36.16	13.62

来源：Bloomberg，国金证券研究所（注：根据指数每年成分股自行汇总计算指数海外收入占比数据，仅展示成分股海外收入披露率超过40%的行业指数，鉴于数据的可得性，2005年以前整体日股“海外收入占比”披露率较低）

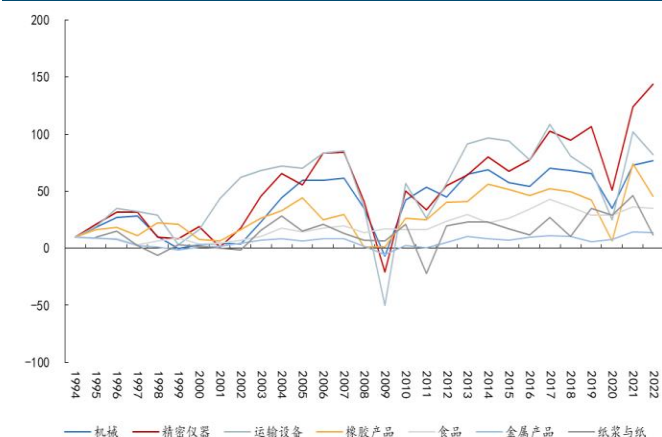
图36：行业海外收入占比高低对于股价表现有支撑



来源：Bloomberg，国金证券研究所

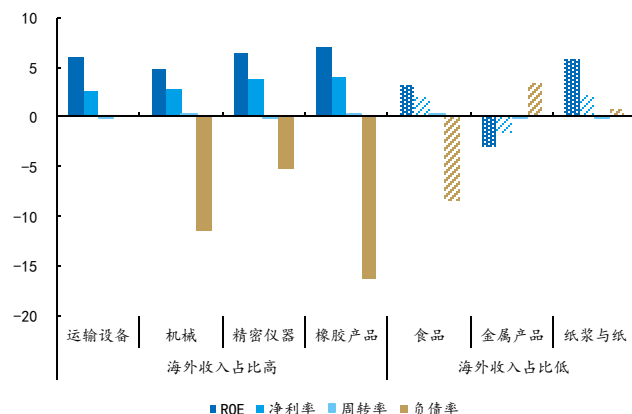


图表37：海外收入占比的高的制造业具有利润率优势



来源：Bloomberg，国金证券研究所（注：1994 年标准化为 10）

图表38：净利率的抬升是推升 ROE 的重要驱动力



来源：Bloomberg，国金证券研究所（注：所示财务指标均为 2012 年末较 1994 年末的变化，单位：%）

超额收益的来源：市场份额扩张和利润率抬升。日企出海的动机包括开拓东道国市场份额、建立全球分工的产业链体系及寻求低要素成本优势等等，反映到上市公司的基本面变化上，则分别代表从量和价两方面驱动盈利增长，开拓份额即代表营收规模的扩大，而建立全球产业链体系、寻求低要素成本则代表降本增效的逻辑，可以通过利润率的变化进行观察。考虑到：2012 年后海外业务利润率与国内业务利润率存在收敛的趋势，我们主要通过观察 1995-2012 年末各行业股价与营收和利润率的关系，进而拆分股价超额收益的主要来源，可以发现：

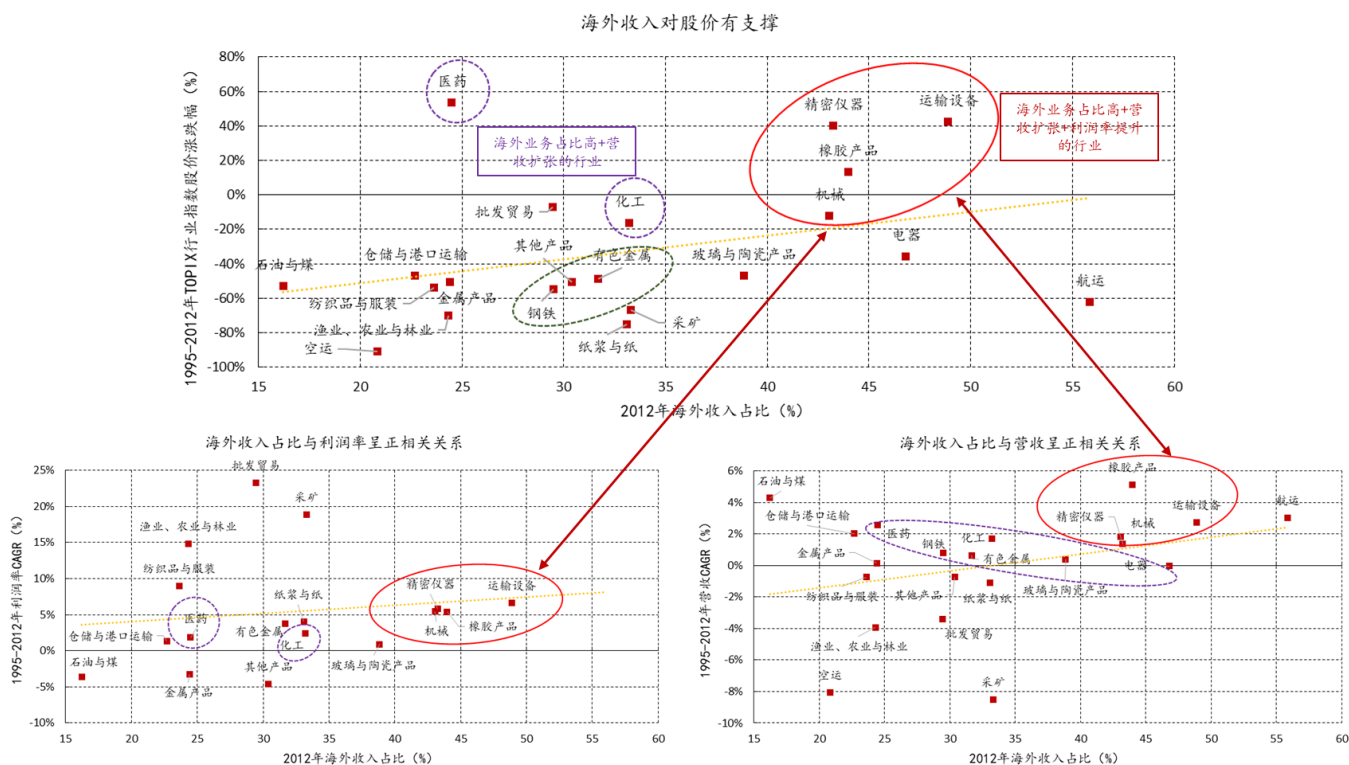
(1) 海外收入占比高+营收扩张速度快+利润率提升幅度高的行业，包括：精密仪器、运输设备、橡胶产品、机械，在 1995 至 2012 年期间股价表现较为靠前且具备超额收益，涨幅分别为 40.3%、42.6%、13.4%、-12%，同期日经 225 和东证指数分别下跌 47.3%、44.9%。

(2) 海外收入占比高+营收扩张速度快，但利润率提升幅度相对较低的行业，包括：医药、化工、钢铁、有色金属等，在 1995 至 2012 年期间股价表现不一，其中医药和化工仍具备超额收益，有色金属、钢铁则不具备超额收益，分别下跌 54.9%、48.7%。

因此，我们认为，倘若海外业务扩张能够同时带来营收规模及利润率的提升，股价可能会获得更高的超额收益；而倘若仅能带来营收扩张而净利率尚未明显提升，股价依然可能获得超额收益，但幅度较为有限。而 2012 年之后尽管海内外业务利润率存在收敛趋势，但海外收入占比高的行业利润率依然保持相对高位，部分行业甚至依然存在利润率大幅抬升的逻辑。典型的如精密仪器，2022 年其海外收入占比和利润率分别达 48.4%、12.49%，其中利润率相比 2012 年提升了 7.7pct。相对应的，其股价依然能够获得不错的涨幅。这种分化背后的原因或在于行业竞争壁垒的高低，如精密仪器、部分化工细分领域如新材料等，整体技术壁垒相对较高，而如运输设备、通用机械等行业竞争相对较为激烈，出海的同时可能面临一些发展中国家凭借后发优势在相关产业崛起带来的激烈竞争，因此利润率会受到较为明显的冲击。



图表39：1995-2012年海外业务扩张带来市场份额提升及利润率抬升的行业超额收益更为明显



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：钢铁、电器、航运这三个行业由于利润率跌幅较大，考虑到展示效果，故不在图中显示。

图表40：2012年之后海外业务占比较高的行业依然存在超额收益



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：以1992年末为起点进行标准化。

“失落的20年”期间翻倍个股同样具备“高海外收入占比”的特征。统计1989年泡沫见顶至2012年末期间在东京证交所上市的16只翻倍个股特征，16只个股2012年末海外收入占比均值、中位数均超过50%；而2012年末开始至2022年末的一轮长牛中，其中披露“海外收入占比”数据的25只“十倍股”中，有11只“十倍股”在2022年末海外收入占比超40%。这意味着，在此期间，“海外收入占比”较高仍然能够带来明显超额收益。以作为日企出海典范的汽车行业为例，斯巴鲁汽车公司在2012-2015期间海外收入占比迅速从60%左右提升至80%，相较于原本出海收入占比已经较高的业内龙头本田、丰田汽车等，在此期间其出海收入的显著提升也为其带来了明显的超额收益。



图表41：89年泡沫见顶至2012年末涨幅翻倍个股

代码	公司名称	区间涨跌幅 (1989年末至2012年末)	QICS行业部门名称	QICS 行业名称	2012年末海外收入占比	2005年末-2012年末 海外收入占比变化	营收CAGR	净利率CAGR	海外收入占比变化趋势
4530 JT Equity	久光制药	554.96%	医疗保健	制药	16.48%	16.48%	7.03%	2.32%	
8113 JT Equity	尤妮佳株式会社	450.41%	日常消费品	居家用品	52.20%	25.48%	6.29%	0.38%	
6861 JT Equity	株式会社 KEYENCE	395.66%	信息技术	电子设备、仪器和元件	39.50%	16.95%	10.12%	2.21%	
7267 JT Equity	本田	243.72%	非日常生活消费品	汽车	83.27%	0.36%	7.48%	8.49%	
4536 JT Equity	参天制药	229.28%	医疗保健	制药	15.41%	3.61%	2.83%	1.52%	
8227 JT Equity	岛村有限公司	222.87%	非日常生活消费品	专营零售	0.76%	-0.11%	6.79%	7.86%	
4063 JT Equity	信越化学工业	206.79%	原材料	化学制品	36.29%	-30.43%	4.62%	5.32%	
7309 JT Equity	岛野	189.26%	非日常生活消费品	休闲设备与用品	87.97%	3.07%	2.75%	0.95%	
8592 JT Equity	三井住友融资租赁株式会社	175.00%	金融	金融租赁公司	16.02%	-	-	2.43%	
7751 JT Equity	佳能	173.77%	信息技术	科技硬件、存储及周边	79.30%	2.11%	6.20%	10.55%	
6981 JT Equity	村田制作所	144.94%	信息技术	电子设备、仪器和元件	88.70%	16.25%	6.95%	-2.83%	
6273 JT Equity	日本SMC公司	143.13%	工业	机械制造	63.16%	13.76%	7.25%	6.19%	
5947 JT Equity	林内公司	126.74%	非日常生活消费品	家庭耐用消费品	31.34%	-1.54%	3.56%	2.93%	
7269 JT Equity	铃木	126.46%	非日常生活消费品	汽车	59.63%	-6.35%	4.06%	3.08%	
7741 JT Equity	Hoya株式会社	125.47%	医疗保健	医疗保健设备与用品	63.25%	13.65%	5.98%	5.53%	
6988 JT Equity	日东电工公司	104.85%	原材料	化学制品	72.22%	12.50%	5.06%	6.12%	

来源：Bloomberg，国金证券研究所（注：2005年前个股海外收入占比数据披露率较低）

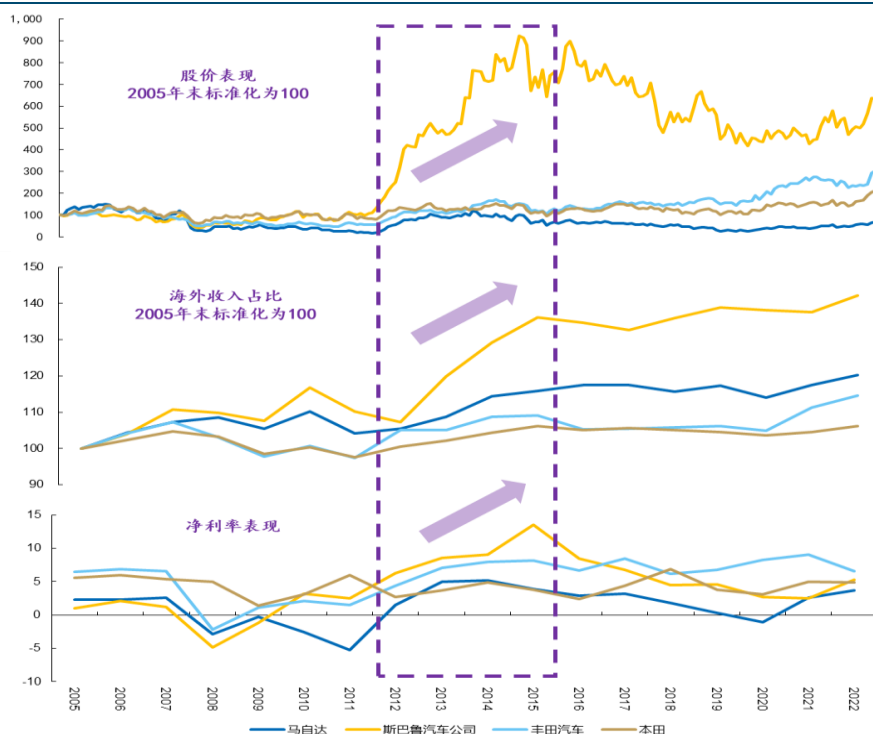
图表42：2012年末至2022年末“十倍股”（剔除不披露“海外收入占比”数据的公司）

代码	公司名称	QICS行业部门名称	QICS 行业名称	区间涨跌幅 (2012年末至2022年末)	2022年末 海外收入占比	2012年末-2022年末 海外收入占比变化	2012占比
3150 JT Equity	gremz有限公司	工业	商业服务与商业用品	4585.75%	-	-	-
6323 JT Equity	Rorze有限公司	信息技术	半导体产品与设备	4122.84%	90.23%	11.70%	78.52%
2124 JT Equity	JAC Recruitment株式会社	工业	专业服务	1796.58%	11.01%	-	-
3762 JT Equity	TechMatrix公司	信息技术	信息技术服务	1777.02%	-	-	-
2412 JT Equity	Benefit One股份有限公司	工业	专业服务	1761.07%	-	-	-
3635 JT Equity	光荣特库摩控股株式会社	通信服务	娱乐	1523.95%	50.98%	34.54%	16.45%
3844 JT Equity	日本Comture有限公司	信息技术	信息技术服务	1513.15%	-	-	-
2427 JT Equity	Outsourcing股份有限公司	工业	专业服务	1468.72%	56.13%	-	-
9697 JT Equity	喀普康有限公司	通信服务	娱乐	1415.06%	62.40%	29.93%	32.47%
8771 JT Equity	eGuarantee股份有限公司	金融	金融服务	1398.66%	-	-	-
6630 JT Equity	YA-MAN有限公司	日常消费品	个人护理产品	1336.59%	41.62%	-	-
3092 JT Equity	ZOZO株式会社	非日常生活消费品	专营零售	1282.12%	-	-	-
6254 JT Equity	野村微科学有限公司	工业	机械制造	1252.23%	76.05%	29.08%	46.98%
8035 JT Equity	东京电子	信息技术	半导体产品与设备	1207.37%	89.14%	12.97%	76.17%
4684 JT Equity	OBIC股份有限公司	信息技术	信息技术服务	1195.04%	-	-	0.00%
6383 JT Equity	大福(集团)公司	工业	机械制造	1184.53%	66.88%	14.84%	52.04%
2326 JT Equity	Digital Arts股份有限公司	信息技术	软件	1173.94%	-	-	-
4568 JT Equity	第一三共	医疗保健	制药	1090.16%	58.27%	9.50%	48.77%
6058 JT Equity	向量有限公司/港区	通信服务	媒体	1064.29%	-	-	-
4812 JT Equity	电通国际情报服务有限公司	信息技术	信息技术服务	1055.02%	-	-	-
3626 JT Equity	TIS株式会社	信息技术	信息技术服务	1054.81%	-	-	-
9757 JT Equity	船井电机研究所	工业	专业服务	1036.64%	-	-	-
6966 JT Equity	株式会社三井高科技	信息技术	半导体产品与设备	1035.94%	55.20%	5.85%	49.35%
3064 JT Equity	MonotaRO有限公司	工业	贸易公司与经销商	1028.34%	-	-	-
6758 JT Equity	索尼集团公司	非日常生活消费品	家庭耐用消费品	1019.20%	80.62%	12.97%	67.66%

来源：Bloomberg，国金证券研究所



图表43：斯巴鲁汽车出海占比的迅速提升为其带来了明显的超额收益



来源：Bloomberg，国金证券研究所

五、日本企业出海的经验与启示

基于前文分析结论，尽管自 90 年代初日本泡沫破灭后经济增速降档、进入“失去的三十年”，但日本经济并不缺乏闪光点，日企出海的成功也将为中国企业“走出去”提供可供参考的经验。

5.1 日本经验 I：出海目的地层面

路径 I：具备相对要素成本优势的市场：中国、东盟等亚洲国家。1995 年日本 65 岁以上人口占比便已经超过 14%，达到了国际对于老龄化严重的通用标准，这意味着日本劳动力要素成本的上升。在此背景下，中国、东盟等拥有特定资源优势的国家或地区成为日本出海的选择，通过出海以获取当地廉价劳动力、原材料等资源，从而提高生产效率和降低成本。不过需要注意的是，伴随中国经济的快速发展及经济结构的优化，日本制造业企业本地销售比率陡峭上升，这正是反映日企从早期的成本驱动型转向了“成本+市场”相结合，即日本企业充分享受了这部分新兴经济体经济体量的快速增长后内需市场的打开。

路径 II：拥有庞大内需的市场：欧美等发达国家。出海“开拓市场份额”比单纯的“寻找相对要素成本优势”重要得多，比如日企在中国市场驱动力的转变便可印证这一点。尽管相比 2000 年初欧美占据日本对外直接投资接近 70% 的比例而言，当前日企出海区域的选择显得更为均衡，但欧美在日本对外直接投资中的占比仍有 50% 左右。这或也体现出日本对外投资主要以市场和技术驱动为主。

5.2 日本经验 II：行业层面

优势制造业率先出海，并逐步向微笑曲线两端迁移。基于前文分析结论，早期日本充分发挥在电气机械和运输设备的比较优势，同时日美贸易摩擦的加剧也增强了其出海的动力，这两个行业成为日本率先出海的选择。而伴随更多日本企业选择出海，时至今日日本出海的行业范围已经逐步拓展至运输设备、通用机械、化工医药以及食品，主要集中于高端制造、新材料等技术密集型行业，以及消费品行业。



六、风险提示

(1) 历史经验具有局限性。考虑到未来整个宏观环境相比过去可能存在一定的差异，历史成功并不一定可复制。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究