

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

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

2024.1.9



- 市场对日本上世纪90年代地产泡沫破裂以及迈入老龄化社会后的长时段股市表现有一些研究，也有不少有益的结论（例如，我们在2021年发布的《日本总人口负增长之后》的系列报告对日本老龄化后的消费变迁做了探讨）。但实际上，身处约束之下做投资，也就意味着在不同的宏观背景/政策变化/产业趋势的约束下，十年维度的结论难以百分百指导一年维度的投资，因此我们更进一步，推出复盘日本的年度系列报告。
- 本篇报告走进日本地产泡沫破裂后的每一年（1992-2000），我们选取每一年总回报前20只日本个股（筛选标准为：①当年年末市值大于5亿美元，②非当年新股/次新股，部分个股在后续的时间被其他公司收购，本次筛选全部保留，以反映当期真实情况），对符合条件的前20牛股做系统性复盘。重点关注以下四个维度的日本经验：
- 一、出海是共性，但内涵更广阔。我们在《日本总人口负增长之后·牛股篇》中提到，全球化是日本消费牛股的一个特征。而本次复盘我们看到，日本“走出去”企业的行业/产品/目的地的内涵都很广阔。（1）真正的【全球化】：日本企业从1960s-1970s开始出海欧美，1970s-1980s出海“亚洲四小龙”，1990s，伴随着中国改革开放的步伐，在这一期间在中国合资办厂的日企也明显增多。同时，也有日本牛股将产品/技术出海到中东（例如尤妮佳走进沙特阿拉伯）和南美洲（例如THK走进巴西），出海目的地涵盖全球大多数重要经济体。（2）行业涵盖“衣食住行”的方方面面，包括半导体、电子元件、精密机械、创新药、零售、化工等科技/医药/消费/周期多种风格。我们统计1992-2000每一年前20牛股中有“出海”特征的企业，1992-1999这一比例均超过70%，2000年为60%（2000年主要受到地产回暖影响，详见后文）。
- 二、科技周期，为新产品定价。1990年代，全球迎来新一轮科技浪潮，信息技术行业快速发展。PC+互联网+Windows操作系统结合，半导体、路由器等硬件设备技术不断革新，各类办公、数据库、播放器等软件层出不穷，信息革命爆发。在这一轮科技革命中，全球技术周期主要由美国、日本主导，而日本1990s牛股占比总体最高的领域就是广义科技行业。科技进步带动产业链上下游，例如1994年索尼推出PlayStation后，相关产业链（游戏、硬件配套）均得到发展。日股科技新产品在多个细分子领域不断推陈出新：电子产品（富士通1993推出全球首款21英寸全彩等离子显示器）、电子材料（1994年DEXERIALS开始生产锂离子可充电电池保护元件）、存储（I-O DATA1995年推出64位图形加速卡）、消费电子（1992年爱华随身听）、游戏（1991年Sega推出《刺猬索尼克》、1996家用游戏系统任天堂64、CAPCOM推出《生化危机》，科乐美1998推出《胜利11人：98世界杯》等）、服务（1994年MEITEC开始电子工程外包，Plaza1999年开始在店里提供数字照片服务）等，相关公司也均在当年/次年获得远超行业指数的超额回报。

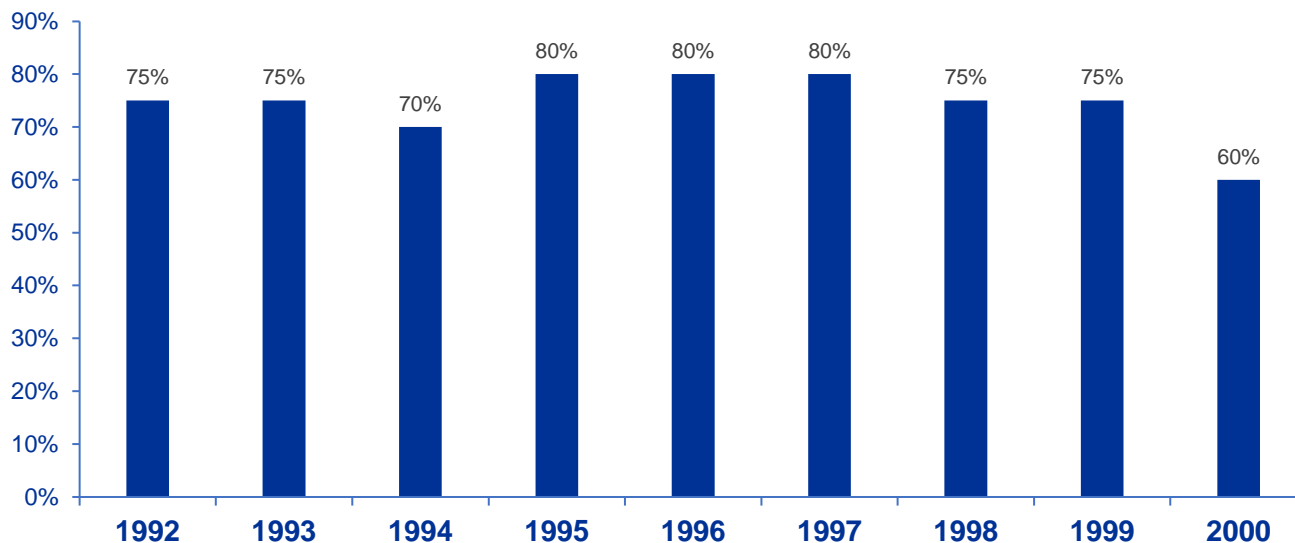
- **三、宏观消费弱但消费股也能涨？行业竞争格局有变化，但“以价换量”的逻辑没有持续：**1993年，日本宏观消费数据（零售销售）正式进入负增长区间，但1993年前20个股中，零售股占5席，广义消费股占12席。我们关注到1993年日本零售行业竞争格局发生变化。受困于通货紧缩、收入下降、宏观消费走弱的背景，1993年日本零售行业整体开始“价格战”，包括食品、超市、服装、百货公司、电子产品等均推出了降价、折扣促销等活动。与此同时，重要的政策变化出现：《日本大店法》限制有所缓和，大型零售商店得以加入竞争（此前为了防止不当竞争，会限制大型零售商营业时间、开店地址等）。零售商、电视购物商、餐厅、平价服装店股票上涨。但“以价换量”对股价的持续提振作用有限。从股价变化来看，1993年出现在牛股榜单中的5只零售股，其中4只在1994年、1995年回报均处于后50%分位数，例外的EDION WEST（家电量贩，类似于国美电器）或受益于短暂的地产弱复苏，仍能维持在回报前50%分位数。
- **四、其他或符合市场预期的结构特征：**（1）**地缘关系缓和，相关行业受益：**1995年中，长达十余年的日美汽车贸易战有望结束，尽管在联合声明中美国对日本设立了部分量化指标，但日本政府明确表示，美国的预期和预测对日本政府没有任何影响。在随后的1996年日本前二十牛股中汽车占据5席，前100名占14席，汽车行业明显回暖（对比1994、1995年，前100家中汽车仅3家）；（2）**地产预期阶段性企稳，地产链或受益：**1991年日本地产泡沫破裂后，1992-1998日本房价开启连续7年下跌，至1999年底日本实际房产价格终于阶段性止跌（但2001年又开始下行），同时新屋开工数和居民部门杠杆率同步回暖，地产有企稳预期，2000年地产链（水泥、玻璃、金属）公司上涨。
- **站在当下选结构，我们提示**（1）“出海”并不是一个折衷的选择，而是时代发展大势所趋，出海目的地除了发达国家，还有合计总人口数已超过14亿人的“一带一路”。或许此时此刻的一带一路国家之于中国，某种程度上恰如1990s的亚洲之于日本；（2）新一轮科技周期开启，这次由中美主导，在软件、硬件、产品、应用、服务上均待持续突破，数字经济和人工智能产业链是我们长、中、短期投资都不能忽视的方向。
- **附录中我们展示1992-2000年度牛股风格变化及部分研究公司样表，供投资者参考。**
- **风险提示：**当前全球地缘政治、科技周期，中国宏观环境及产业结构与1992-2000的日本有很多不同之处，复盘仅作参考。

一、出海是共性，但内涵更广阔

出海的内涵广阔①：真正的【全球化】

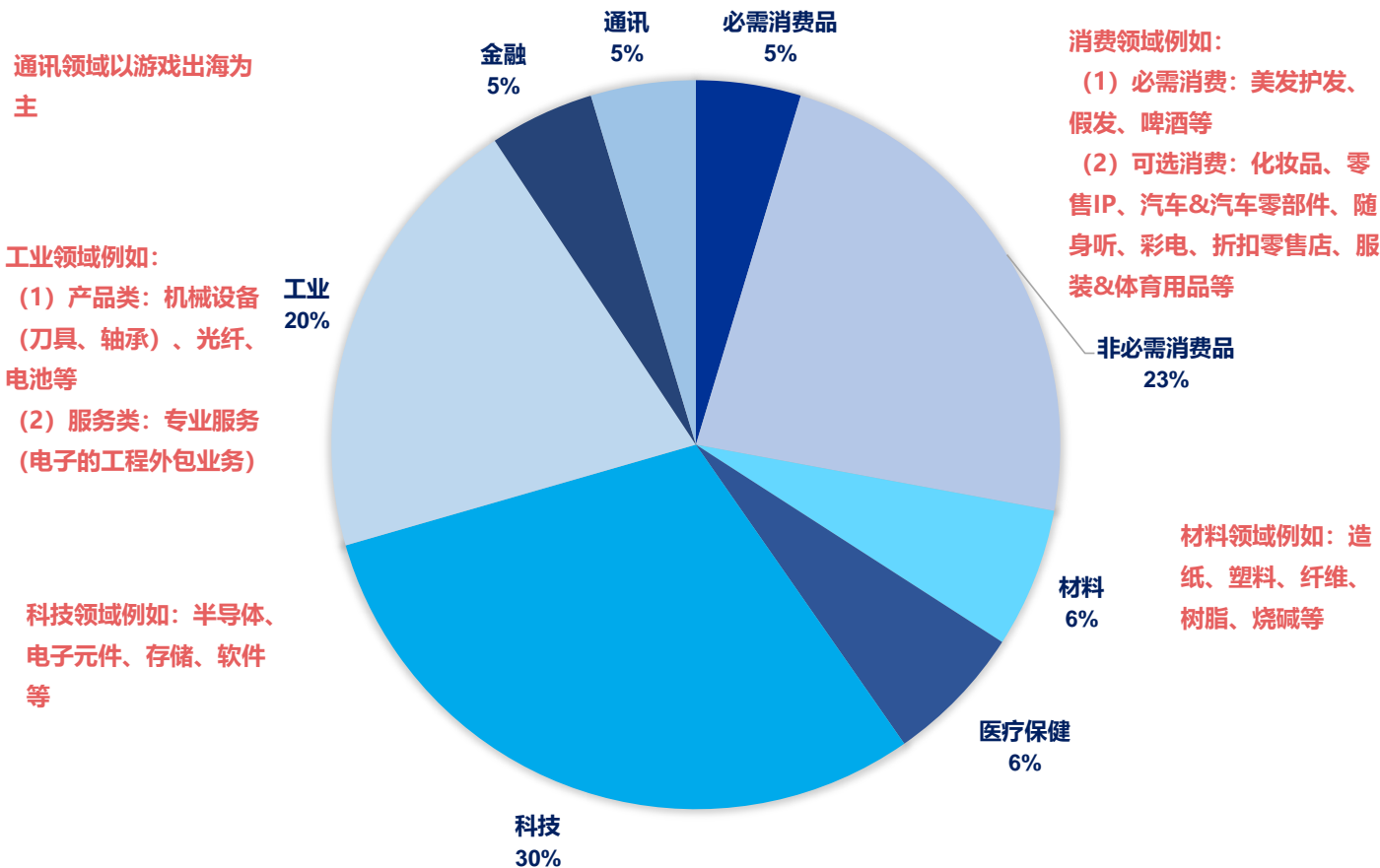
- 日本企业从战后经济恢复、1960s-1970s开始出海欧美，1970s-1980s出海“亚洲四小龙”，1990s，伴随着中国改革开放的步伐，在这一期间在中国合资办厂的日企也明显增多。与此同时，也有日本牛股将产品/技术出海到中东（例如尤妮佳走进沙特阿拉伯）和南美洲（例如THK走进巴西），出海目的地涵盖全球大多数重要经济体。
- 我们统计1992-2000每一年前20牛股中有“出海”特征的企业，1992-1999这一比例均超过70%，2000年为60%（2000年主要受到地产回暖影响，详见后文）。

日本1992-2000年度前二十牛股-具备“出海”特征的比例



■ 出海公司的行业分布

1992-2000"出海"特征牛股的行业分布



一些出海案例

1970s后新光电气工业向“亚洲四小龙”扩张



Korea Shinko Microelectronics Co., Ltd.



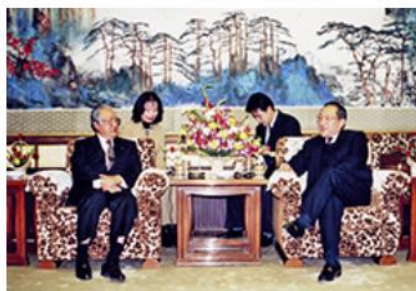
Shinko Electronics (Malaysia) Sdn. Bhd.

1994年，村田在无锡设立了生产和销售公司无锡村田电子有限公司



1985年，佑能在中国台湾设立子公司（左）， 1995年，在上海设立子公司（右）

1990s 朝日啤酒与中国合作



二、科技周期，为新产品定价

新技术周期：1990s主要由美国和日本主导

- 1990年代，全球迎来新一轮科技浪潮，信息技术行业快速发展。PC+互联网+Windows操作系统结合，半导体、路由器等硬件设备技术不断革新，各类办公、数据库、播放器等软件层出不穷，信息革命爆发。
- 在这一轮科技革命中，全球技术周期主要由美国、日本主导，且日本以硬件创新为主。下表展示了1990s全球耳熟能详的新产品/技术。同样我们也关注到，日本企业“专精特新”、“隐形冠军”的特征也很突出，在电子、化工、机械、材料等多个细分子领域均不断推陈出新。

年份	新产品/技术	公司	国家/地区	年份	新产品/技术	公司	国家/地区
1992	第一条SMS短信	工程师尼尔·帕普沃斯	美国	1996	Internet Explorer 3.0浏览器	Microsoft (微软)	美国
	windows 3.1	Microsoft (微软)	美国		StarTAC, 首款商用折叠手机	Motorola (摩托罗拉)	美国
	IBM ThinkPAD	IBM	美国	Nintendo 64游戏机发布	Nintendo (任天堂)	日本	
	第一台便携摄像机 (handycam)	Sony (索尼)	日本	Pilot 手持设备问世	Palm	美国	
	Mosaic浏览器	Netscape (网景)	美国	Toshiba Satellite系列笔记本电脑问世	Toshiba (东芝)	日本	
	Pentium处理器发布	Intel (英特尔)	美国	USB问世	英特尔、微软、IBM等联合设计	美国	
1993	超级任天堂娱乐系统 (SNES)	Nintendo (任天堂)	日本	1997	IBM发布Deep Blue计算机，并击败国际象棋世界冠军加里·卡斯帕罗夫	IBM	美国
	液晶显示器 (LCD) 进入消费市场	Sharp (夏普)	日本		MiniDisc (数字音频存储格式)	Sony (索尼)	日本
	第一人称射击游戏《Doom》(毁灭战士) 发布	id Software	美国	乔布斯重回苹果	Apple (苹果)	美国	
	触摸屏 Apple Newton 发布	Apple (苹果)	美国	Netflix 成立并采用 Wi-Fi 802.11 标准	Netflix (网飞)	美国	
	windows NT	Microsoft (微软)	美国	丰田Prius, 第一款混合动力汽车	TOYOTA (丰田)	日本	
	第一个商业化的互联网雅虎 (Yahoo!) 成立	Yahoo! (雅虎)	美国	谷歌成立	Google (谷歌)	美国	
1994	Playstation游戏机	Sony (索尼)	日本	Windows 98	Microsoft (微软)	美国	
	60英寸LCD电视问世	Sharp (夏普)	日本	第一台 iMac问世	Apple (苹果)	美国	
	Apple发布Power Macintosh计算机	Apple (苹果)	美国	第一款便携式 MP3 播放器 MPMan 发布	Saehan (世韩)	韩国	
	亚马逊成立	Amazon (亚马逊)	美国	Kindle电子书阅读器	Amazon (亚马逊)	美国	
	Windows 95	Microsoft (微软)	美国	1999	AIBO (家用机器狗, 具有人工智能功能)	Sony (索尼)	日本
	IE 1.0	Microsoft (微软)	美国		Ameo (可折叠手机)	KYOCERA (京瓷)	日本
	JavaScript	Sun Microsystems	美国	Bluetooth技术推出	Ericsson (爱立信)	瑞典	
	eBay成立	eBay	美国		Nokia (诺基亚)	芬兰	
1995	NEC Mobile Gear (掌上电脑)	NEC (日电)	日本	IBM	IBM	美国	
	DVD标准推出	Panasonic (松下)	日本	Apple AirPort (和 iBook) 发布	Apple (苹果)	美国	
		Sony (索尼)	日本	2000	Windows 2000操作系统	Microsoft (微软)	美国
		Philips (飞利浦)	荷兰		PlayStation 2游戏机	Sony (索尼)	日本

新产品案例：游戏产业链

- **新产品：**1994年12月，索尼Play Station发布，1995年日本销售超200万台、1996年全球销量超1000万台，1997年全球销量超2000万台，1998年全球销量超5000万台。
- **应用：**1995年Square为索尼制作《妖精战士1》，1996年Capcom推出《生化危机》
- **硬件配套：**1996年DEXERIALS开始批量生产用于PlayStation的多层印刷电路板

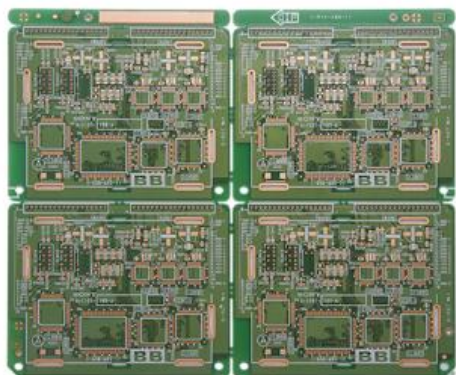
硬件配套



新产品发布



应用



 PlayStation.

Sony Interactive Entertainment



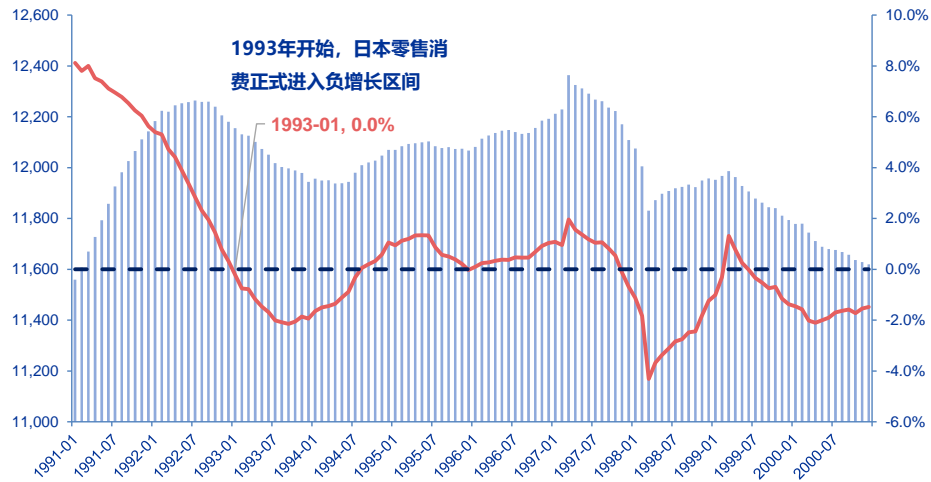
备注：Square、Capcom为1996年牛股，DEXERIALS为1997、1998年牛股

三、宏观消费弱但消费股也能涨？ 关注行业竞争格局变化

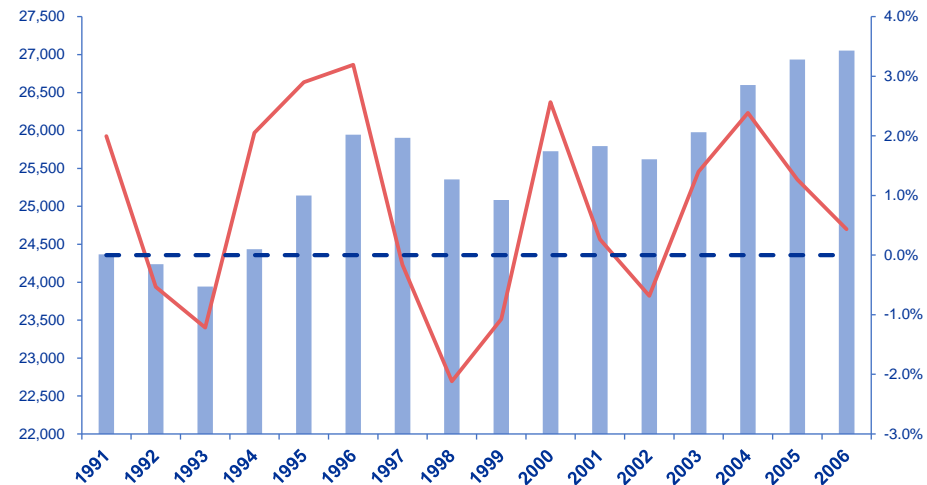
1993年，日本零售消费进入负增长 零售行业“价格战”

- 1993年，地产走弱+通货紧缩，居民收入下滑，日本宏观消费数据正式进入负增长区间。按照典型的自上而下逻辑，这些都是不利于消费股表现的因素。但我们看到，1993年仍有一批消费股在当年获得了前10%分位数的回报。

■ 日本:商业销售额TTM:零售 十亿日元 — 同比增速 右轴 - - 0增长 右轴

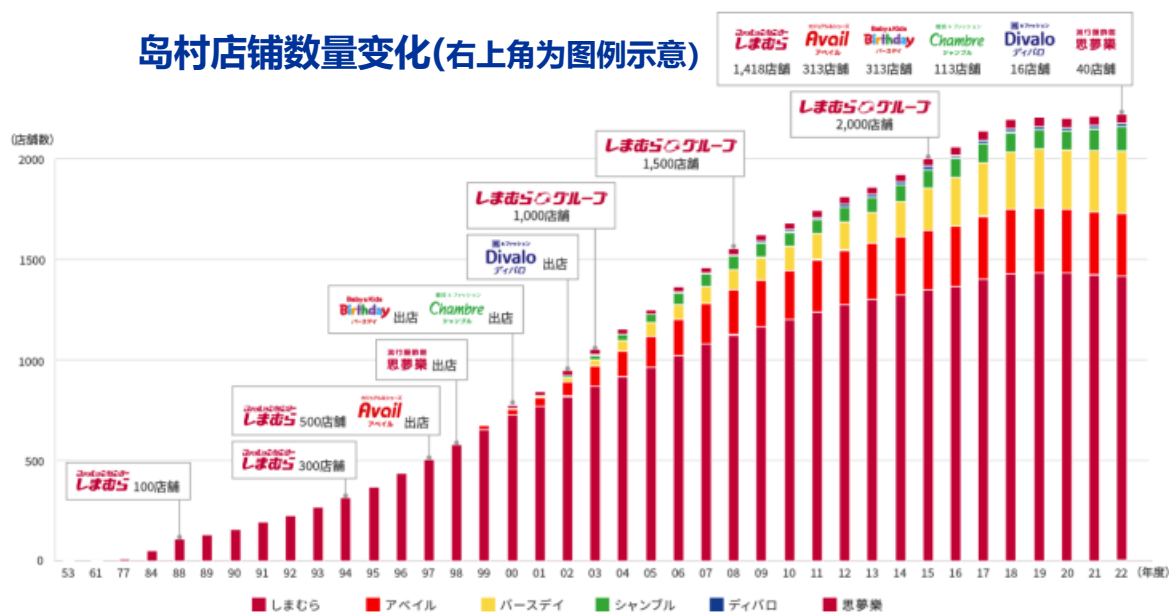


■ 日本调整后的国民净人均收入:不变价:美元 — 同比增速, 右轴 - - 0增长, 右轴



1993年，日本零售“价格战”

- 我们关注到1993年日本零售行业竞争格局发生变化。受困于前文提到的宏观消费走弱的背景，1993年日本零售行业整体开始“价格战”，包括食品、超市、服装、百货公司、电子产品、家居用品、餐饮等均推出了降价、折扣促销等活动。
- 与此同时，重要的政策变化出现：《日本大店法》限制有所缓和，大型零售商店得以加入竞争（此前为了防止不当竞争，会限制大型零售商营业时间、开店地址等）。例如，Shimamura岛村有限公司（服饰连锁，类似优衣库）就在1993把在全日本开设店铺设为目标，并在1994年开店超300家。



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/916240035200010032>