

2026 年 04 月 19 日

策略专题研究

研究所:
证券分析师: 赵阳 S0350525100003
zhaoy05@ghzq.com.cn
证券分析师: 袁野 S0350525030001
yuany03@ghzq.com.cn

高油价时代的日本启示: 寻找跨周期的核心资产

最近一年走势



相关报告

《金属之外，涨价链还能买什么？*赵阳，袁野》
——2026-03-12

《日美错位下的信用重构：告别增长定价*赵阳，袁野》——2026-01-26

《信用重启与双峰共振——2026 年海外年度策略*袁野，赵阳》——2026-01-12

《全球流动性“祛魅”，中国资产“重估”*赵阳，袁野》——2025-12-20

《策略周报：近期海外市场关注的三个焦点问题*赵阳，袁野》——2025-11-29

本篇报告解决了以下核心问题：1、复盘日本走出滞胀的宏微观总量逻辑；2、剖析滞胀期优势产业的定价路径与轮动规律；3、研判跨国历史对比下的当前资本映射与避险逻辑。

核心结论：

- **从失控到重塑的总量逻辑。**日本 20 世纪 70 年代成功走出滞胀核心在于宏微观协同发力。（1）宏观层面：央行释放汇率弹性、政策锚转向 M2 货币供应量，以维持实际正利率锚定通胀预期；财政摒弃传统基建刺激，靠税收抵免与专项信贷精准引导产业升级。（2）微观层面：“春斗”以薪资弹性换取雇佣保障，切断工资物价螺旋；叠加立法强制能耗约束与企业节能技术升级，日本实现工业生产与能耗实质脱钩，构筑了抵御输入性通胀的物理壁垒。
- **优势行业的定价路径与轮动规律。**日本优势行业通过高附加值转型与海外市场发力，实现跨越周期超额收益。滞胀期资金轮动梯次：（1）前期需求驱动型率先发力，节能汽车与家电契合效能替代红利，凭出口筑底企稳；（2）中期技术驱动型接力，半导体与精密机械靠举国体制实现代际赶超，在利率下行期迎来戴维斯双击；（3）后期供给侧驱动型凸显防御价值，化工、钢铁借政策出清过剩产能，实现利润率反转。整体呈现“先买需求替代-再炒技术突围-最后等存量出清”。
- **全球视野下的对比与当前资本映射。**日本走出异于欧美的独立行情原因：（1）实体制度：劳资协调避免了欧美高工资抵抗引发的滞胀泥潭，坚守知识密集型产业升级；（2）资本市场：平稳的利率环境避免了美股剧烈杀估值，独特的交叉持股锁定流通筹码，叠加主银行信贷庇护，充当危机期防御稳定器。当前来看，面对相似的供给侧通胀，全球宏观政策将吸取教训摒弃放水保增长，维持长限制性利率环境；资产定价主线转向重塑能源安全防线，赋予新能源替代与供应链安全板块更高估值溢价。
- **风险提示：**历史比较法的局限性、全球经济波动超预期、美国关税和货币等政策的不确定性、中美贸易摩擦加剧、中国宏观经济政策超预期变化、通胀显著超预期、地缘冲突升级及持续时间超预期。

内容目录

1、 从失控到重塑——日本走出滞胀的总量逻辑	4
1.1、 两次石油危机的成因分化与“痛感”差异	4
1.2、 政策范式的“拨乱反正”：汇率、货币与财政的协同	6
1.3、 微观契约对宏观通胀的“消纳”机制	8
2、 优势行业的超额收益分拆——三种定价路径	9
2.1、 三条突围路径下的典型行业复盘	9
2.2、 行业共性与差异：寻找滞胀突围的“通用公式”	12
2.3、 基本面与股价的映射：阶段定价与性价比轮动	14
3、 全球视野下的“日本溢价”——横向对比	19
3.1、 制度韧性与产业升级的跨国分野（日本 vs 美/德）	19
3.2、 滞胀期的资产定价锚与避险逻辑	20
3.3、 20 世纪 70 年代油价中枢抬升的全球变局与当前映射	22
4、 风险提示	25

图表目录

图 1: 日本 M2 同比增速	4
图 2: 日本 CPI 同比增速	4
图 3: 日本批发物价指数同比增速	5
图 4: 日本 GDP 同比增速	5
图 5: 1965-2005 年日本能源供给结构变化	6
图 6: 1976-1980 年日本官方贴现率	7
图 7: 1978-1984 年日本依据《特定机械与信息产业振兴法》发放贷款金额	7
图 8: 1978-1980 年日本名义工资增速相较 1973-1974 年显著下行	8
图 9: 1996 年钢铁行业主要节能设备普及率	9
图 10: 20 世纪 70 年代日本运输设备和电气机械行业出口依赖度	10
图 11: 全球 DRAM 销售份额——日本/美国/欧盟/亚洲	11
图 12: 20 世纪 70 年代后, 日本 ROA 和设备运营比率整体震荡下行	12
图 13: 1983-1986 年日本石化行业设备关停情况 (万吨/每年, %)	12
图 14: 日本各行业出口依赖度	13
图 15: 日本各行业产值 (%)	13
图 16: 日本《产业安定法》执行情况	14
图 17: 1973-1974 年日本通胀上行叠加工业生产萎缩	15
图 18: 1970-1980 年日本机械相关行业出口比例显著增长, 而原材料相关行业出口比例下降	15
图 19: 20 世纪 70 年代运输设备和家用电器板块率先筑底企稳, 并大幅跑赢矿业等传统重资产高耗能板块	16
图 20: 1973 年后日本无风险利率回落	16
图 21: 1978-1980 年日本精密仪器行业生产、出货和库存活动指数均在上行	17
图 22: 1973 年后利率下行叠加底层技术突破推动电气机械和精密仪器走出主升浪行情	17
图 23: 20 世纪 70 年代日本进口原料价格上涨幅度远大于国内出厂价	18
图 24: 1978 年后化工、钢铁和有色行业开工率回升	18
图 25: 20 世纪 70 年末钢铁和有色产能出清充分后迎来明显修复	18
图 26: 滞胀背景下优势行业演变逻辑	19
图 27: 1974 年后日本制造业时薪增速显著下行	19
图 28: M2 平稳下行成功锚定了通胀预期, 有效遏制了物价飞涨	20
图 29: 美联储激进加息压制通胀, 美股估值承压市盈率长期低迷	21
图 30: 1950-2008 年各类所有者持股占比 (%)	21
图 31: 20 世纪 70 年代油价中枢提升	22
图 32: 1973、1980 及 1987 年经常账户余额	23
图 33: 日元兑美元汇率	23
图 34: 1964-1983 年经合组织十国通胀与失业情况 (%)	24
图 35: 日光计划 (“替代能源/新能源”) 相关预算 (单位: 亿日元)	24
图 36: 月光计划 (“节能与能效技术”) 相关预算 (单位: 亿日元)	25

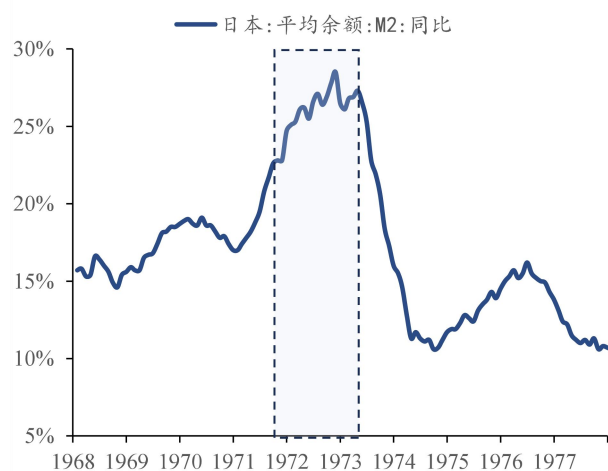
本篇报告解决了以下核心问题：1、复盘日本走出滞胀的宏微观总量逻辑；2、剖析滞胀期优势产业的定价路径与轮动规律；3、研判跨国历史对比下的当前资本映射与避险逻辑。

1、从失控到重塑——日本走出滞胀的总量逻辑

1.1、两次石油危机的成因分化与“痛感”差异

1973 年（内忧外患型）：流动性泛滥与外部冲击共振导致经济失控。其核心逻辑在于：**（1）内需过热与货币超发：**前期“列岛改造”计划引发财政扩张与固定资产投资飙升，叠加央行实行宽松政策，广义货币（M2）增速在 1972-1973 年初持续超过 25% 的高位；**（2）外部冲击引爆恶性通胀：**原油价格暴涨瞬间点燃内部过剩流动性，引发“狂乱物价”，1974 年消费者物价指数（CPI）涨幅超 23%，批发物价指数（WPI）涨幅逾 31%；**（3）微观基本面恶化：**企业面临原材料成本剧增与终端需求萎缩的双重挤压，资产负债表严重受损并引发库存周期崩塌，致使 1974 年实际 GDP 录得负增长。

图 1：日本 M2 同比增速



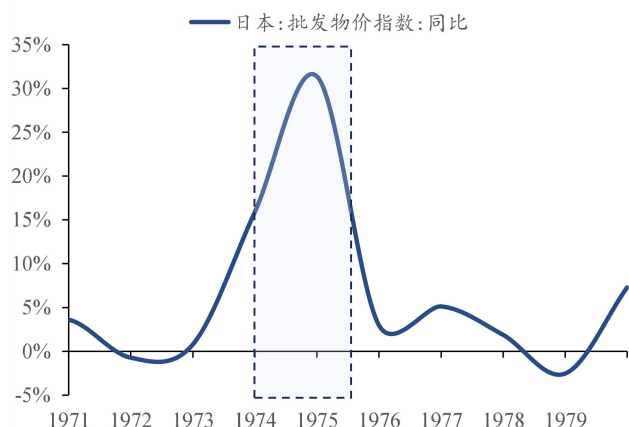
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：日本 CPI 同比增速



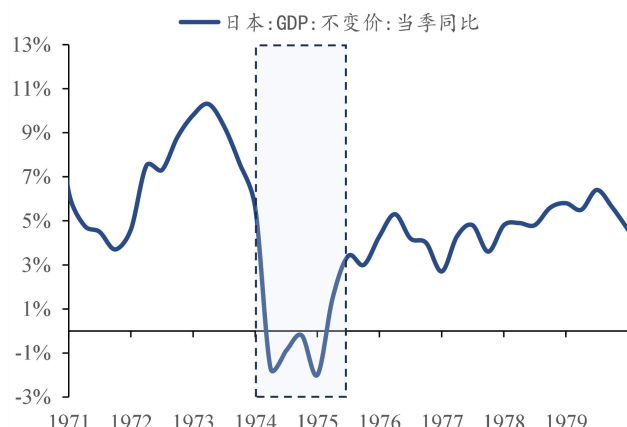
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3：日本批发物价指数同比增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：日本 GDP 同比增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

1979 年（输入型为主）：结构优化与精准防御促成宏观“软着陆”。面对二次石油危机，日本成功避免了通胀的二次螺旋，主要归功于：**（1）能源结构实质改善：**通过推行产业节能化，石油占一次能源消费比例从 1973 年的 77.4% 大幅降至 1980 年的 66.1%¹，有效削弱了外部通胀的输入乘数；**（2）货币政策前瞻管控：**央行转向以 M2+CD 为核心的量化管理，采取“预防性加息”将货币增速从 11.7% 平稳压降至 8.2%²，通过实际正利率环境成功锚定通胀预期；**（3）劳动力市场制度韧性：**“春斗”劳资谈判引入经济合意性理论，以“雇佣保障”换取“薪资弹性”，将名义工资增速稳控在 6.5%³ 左右，从根源上切断了“工资-物价”恶性传导螺旋，最终将 CPI 涨幅控制在 10%⁴ 以内，并在冲击高峰期维持了 2%⁵ 的实际 GDP 正增长。

¹ 《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980–2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)

²³⁵ 《Japanese Monetary Policy: A Quantity Theory Perspective》(Robert L. Hetzel)

⁴ 《Great Inflation and Central Bank Independence in Japan》(Takatoshi Ito)

图 5：1965-2005 年日本能源供给结构变化

年份	主要能源来源 (%)						能源供应总量 100亿千卡
	煤炭	石油	天然气	水电	核能	其他	
1965	27.0	59.6	1.2	10.6	0.0	1.5	168,909
1970	19.9	71.9	1.2	5.6	0.3	1.0	319,708
1975	16.4	73.4	2.5	5.3	1.5	0.9	366,224
1980	17.0	66.1	6.1	5.2	4.7	1.1	397,199
1985	19.4	56.3	9.4	4.7	8.9	1.3	405,323
1990	16.6	58.3	10.1	4.2	9.4	1.4	486,310
1995	16.5	55.8	10.8	3.5	12.0	1.3	543,909
2000	17.9	51.8	13.1	3.4	12.4	1.3	558,651
2005	20.6	49.8	13.9	3.0	11.4	1.3	565,087

资料来源：《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)、国海证券研究所

1.2、政策范式的“拨乱反正”：汇率、货币与财政的协同

货币与汇率的“再平衡”：摆脱盯住汇率迷思与量化紧缩确立实际正利率。面对 20 世纪七十年代的滞胀压力，日本央行实现了从汇率目标向国内通胀目标的政策范式转移。其核心操作在于：**(1) 主动释放汇率弹性以对冲输入型通胀：**1973 年 2 月日本正式退出史密森协议的固定汇率制，允许日元自由浮动，这从根本上解除了央行为维持汇率平价而被迫超发货币的外部约束；**(2) 转向以货币供应量为核心的量化管理：**日本央行从 1975 年开始将广义货币作为中介目标，有效压制了货币扩张，使该增速从 20 世纪 70 年代中期的 15% 平稳降至 1980 年底的 8.2%¹；**(3) 坚决维持实际正利率环境：**在 1979 年第二次石油危机期间，日本央行果断采取预防性加息，将官方贴现率从 1979 年 4 月的 4.25% 一路大幅上调至 1980 年 3 月的 9%，使得 1979 年和 1980 年基于同业拆借利率计算的实际利率分别维持在 2.2% 和 3.2% 的健康水平，成功锚定通胀预期并避免了恶性通胀的重演。

¹ 《Japanese Monetary Policy: A Quantity Theory Perspective》(Robert L. Hetzel)

² 《Great Inflation and Central Bank Independence in Japan》(Takatoshi Ito)

图 6：1976-1980 年日本官方贴现率

日期	变化量	变动后
1977.03.12	-0.50	6.00
1977.04.19	-1.00	5.00
1977.09.05	-0.75	4.25
1978.03.16	-0.75	3.50
1979.04.17	0.75	4.25
1979.07.24	1.00	5.25
1979.11.02	1.00	6.25
1980.02.19	1.00	7.25
1980.03.19	1.75	9.00
1980.08.20	-0.75	8.25
1980.11.06	-1.00	7.25

资料来源：《Great Inflation and Central Bank Independence in Japan》(Takatoshi Ito)、国海证券研究所

财政政策的“结构性乘法”：从总量刺激转向精准驱动产业升级的税贴协同。在财政端，日本政府摒弃了前期列岛改造式的传统基建扩张，转而利用税收优惠与政策性金融工具，精准引导工业部门的节能减排与电子化转型。其具体路径为：

(1)以税收杠杆撬动传统产业节能改造：通过实施 1978 年投资税收抵免及 1981 年促进能源对策税制，对引进先进节能制造设备的企业给予税收减免，直接推动了钢铁行业大规模引入干法熄焦和高炉炉顶压差发电等设备，使其能源效率跃居全球首位；**(2)以专项贷款驱动电子信息产业跨越发展：**依托 1978 年实施的特定机械情报产业振兴临时措施法，日本政府通过日本开发银行等机构提供低息专项贷款，1978-1984 年间向电子产业发放了高达 816.6 亿日元的政策性融资，向机械产业发放了 133.9 亿日元融资¹，从资金端强力支撑了日本半导体和计算机等高附加值产业的全面崛起。

图 7：1978-1984 年日本依据《特定机械与信息产业振兴法》发放贷款金额

机械类	金额（亿日元）	电子类	金额（亿日元）
汽车零部件	75.0	化合物半导体元件	4.9
NCI 工作母机（数控机床）	15.7	半导体集成电路	466.0
特殊钢螺丝	0.8	连接器	0.5
气动 / 液压仪器	9.0	液晶显示面板	10.0
阀门	1.2	电子设备材料	133.2
特殊钢、超硬合金工具	2.7	计算机	47.0
锻造制品	10.0	电路 / 机械零部件	91.8
农业机械	5.0	集成电路	62.2
金属 / 塑料加工制品	7.5	医疗电子应用设备	1.0
轻水反应堆	1.0		0.0
铁路车辆	2.0		0.0
工作母机（机床）	4.0		0.0
小计	133.9		816.6

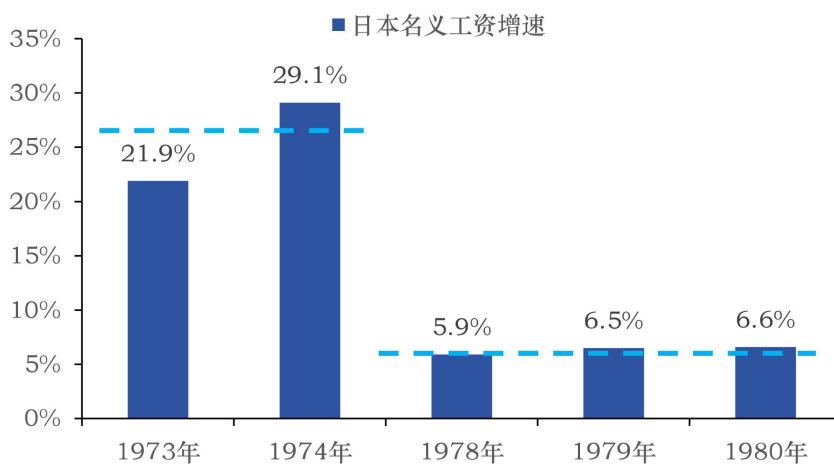
资料来源：《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)、国海证券研究所

¹ 《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)

1.3、微观契约对宏观通胀的“消纳”机制

“终身雇佣制”下的春斗转型：以“雇佣保障”换取“薪资弹性”切断工资物价螺旋。面对滞胀压力，日本劳动力市场展现出极强的微观契约韧性，成功消纳了宏观通胀压力。其核心机制在于：**（1）引入经济合意性理论**：1975年的“春斗”劳资谈判中，工会为实现物价稳定主动放弃了追求与欧洲持平的大幅加薪目标，将经济合意性作为让步基准；**（2）薪资弹性置换雇佣稳定**：在终身雇佣制框架下，出口导向型企业通过将冗余劳动力向低薪中小企业转移或内部重新安置来保障核心员工就业，作为交换，劳方接受了低于物价涨幅的工资增长，使1973年与1974年分别高达21.9%和29.1%的名义工资增速被迅速遏制；**（3）微观自洽实现宏观阻断**：这一契约机制在第二次石油危机中成效显著，1978年至1980年间日本名义工资增速被严格压制在5.9%、6.5%和6.6%的平稳低位¹，1979至1980年日本单位劳动力成本年均仅微增0.5%²（远低于同期OECD主要国家9%的均值），彻底切断了“工资-物价”的恶性传导螺旋。

图 8：1978-1980 年日本名义工资增速相较 1973-1974 年显著下行



资料来源：《Japanese Monetary Policy: A Quantity Theory Perspective》(Robert L. Hetzel)、国海证券研究所

能源消费密度的制度性剥离：立法强制与技术升级驱动经济增长与能耗彻底脱钩。为从根本上剥离外部能源冲击对宏观经济的输入性通胀压力，日本政府通过制度建设强制工业部门提升能效。其具体实现路径为：**（1）以立法强制确立能耗刚性约束**：1979年6月出台的《能源合理化法》强制要求特定工业企业定期提交能源使用报告、制定中长期节能计划并设置能源管理员，以国家意志推动单位能耗的压降；**（2）以税收及信贷政策撬动微观技术升级**：叠加1978年投资税收抵免等政策，工业部门大规模引入先进节能设备，以钢铁行业为例，1996年，其高炉炉顶压差发电与转炉煤气回收设施的普及率达到100%（同期美国仅为12%和11%），干法熄焦设备普及率达85%（同期美国为0%）³；**（3）宏观脱钩成效显著**：通过微观企业的深度节能改造，日本工业生产的能源消耗显著下降，

¹ 《Japanese Monetary Policy: A Quantity Theory Perspective》(Robert L. Hetzel)

² 《Learning from Adversity: Policy Responses to Two Oil Shocks》(Stanley W. Black)

³ 《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)

日本对进口石油的依赖度从 1975 财年的 73.3% 大幅下降至 1980 财年的 57.1%¹，从物理消耗密度上构筑了抵御宏观输入性通胀的坚实壁垒。

图 9：1996 年钢铁行业主要节能设备普及率

%	日本	韩国	美国	英国	德国
干熄焦设备	85	50	0	0	33
炉顶压差发电装置	100	100	12	0	24
转炉煤气回收设施	100	25	11	18	0

资料来源：《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》（Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI）、国海证券研究所

2、优势行业的超额收益分拆——三种定价路径

2.1、三条突围路径下的典型行业复盘

#路径一：需求红利下的“效能替代”——以节能型汽车及轻巧型电气机械为例

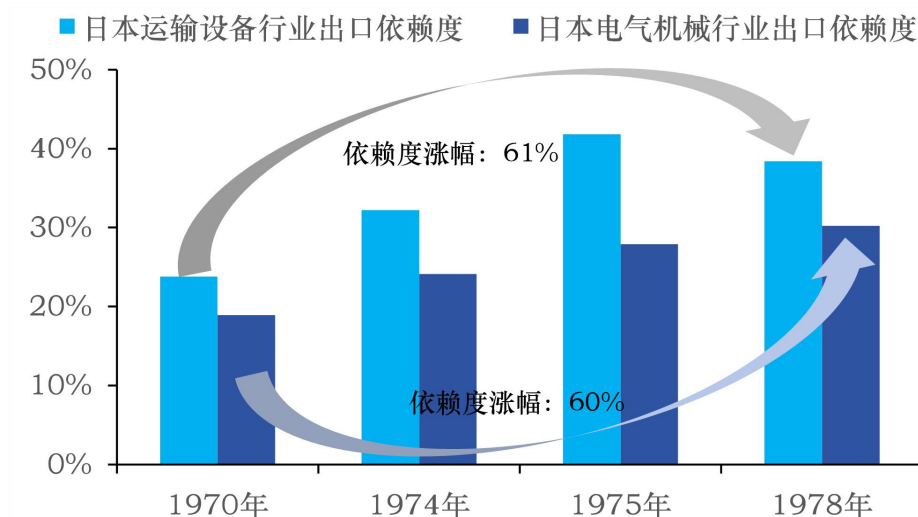
定价逻辑为全球消费偏好从大而强转向省而精，日本产品凭借前期技术储备与轻薄短小基因实现市占率非线性扩张。滞胀冲击剧烈时，该路径展现出防御中反攻的极强 EPS 韧性，核心支撑在于：（1）能源冲击催化欧美向低耗轻巧型产品的需求拐点，日本运输设备出口依存度从 1970 年的 24% 跃升至 1978 年的 38%，1979 年二次石油危机时美国国内乘用车销量下滑 10.5%，而契合需求的日本节能车对美出口逆势激增 30.5%；²（2）以订单增量的确定性对抗成本不确定性，涵盖彩电等视听家电的日本电气机械行业迎合了全球对经济适用型产品的需求，其出口依存度从 1970 年的 19% 跃升至 1978 年的 30%，在高达 40%³ 的彩电出口比例等订单支撑下，该行业占工业总产值比重从 1974 年的 8.03% 逆势扩张至 1978 年的 8.86%，在宏观逆风中完成业绩重塑。⁴

¹² Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》（Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI）

³ A History of Japanese Industry: High-Growth Period (1955-1978)(Tsukamoto Takeshi)

⁴ 《Changes in Japan's Industrial Structure Since the Oil Crisis》(YUKIO KANEKO)

图 10：20 世纪 70 年代日本运输设备和电气机械行业出口依赖度



资料来源：《Changes in Japan's Industrial Structure Since the Oil Crisis》(YUKIO KANEKO)、国海证券研究所

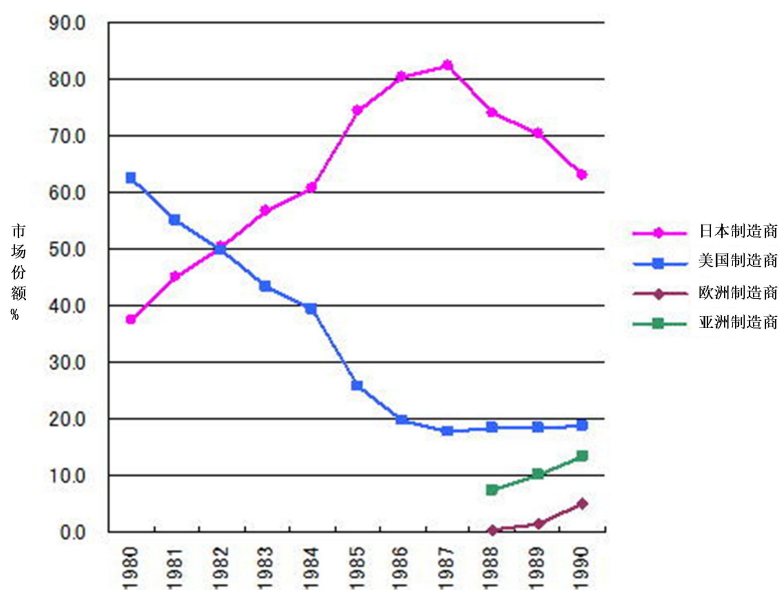
#路径二：技术驱动的“代际赶超”——以半导体与精密机械为例

依托举国体制攻克核心技术并转化为显著领先的市占率。该阶段的定价特征表现为典型的戴维斯双击，滞胀后期通胀预期见顶且利率压力释放后，市场开始定价“新增长范式”，其核心支撑在于：（1）以举国体制攻坚底层核心技术，一方面通过产业政策大力扶持，半导体制造设备研发投入占比从20世纪70年代初2%升至1977年26%¹；另一方面1976年政府牵头组建LSI技术联盟，投入3亿美元联合企业攻关核心工艺；（2）技术红利转化为压倒性的市占率优势并带来极高的估值弹性，日本企业在全球动态随机存取存储器市场的份额于1987年飙升至80%，并在1988年占据全球半导体总销售额的51%²，此类行业在宏观流动性改善后展现出了极致的业绩爆发力。

¹ 数据来自美国战略与国际研究中心

² 数据来自日本半导体历史馆

图 11: 全球 DRAM 销售份额——日本/美国/欧盟/亚洲



资料来源：日本半导体历史馆

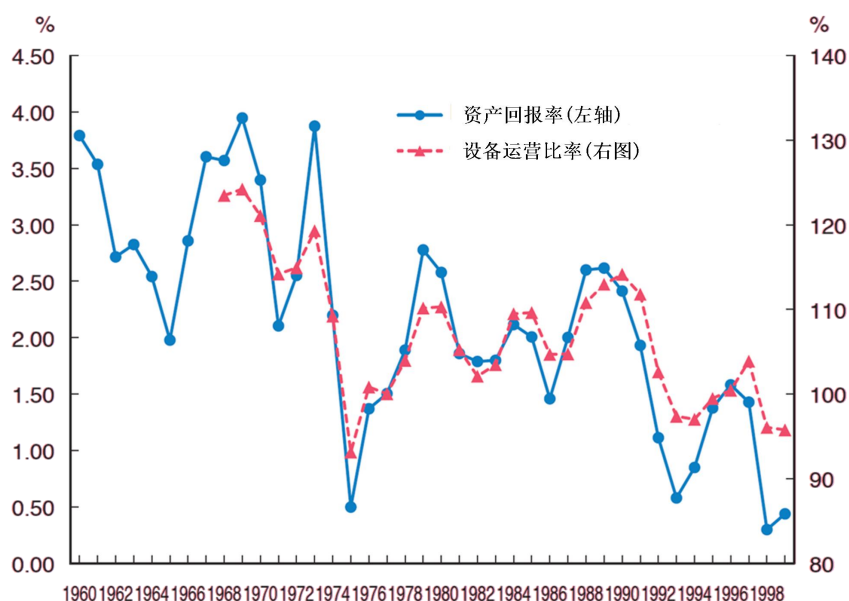
#路径三：供给侧出清下的“结构重塑”——以化工为例

强制剥离高能耗与低附加值产能，向高壁垒的精细化学品转型。该阶段的定价特征表现为估值与利润率的重估，逻辑从“比谁长得快”转向“比谁活得久”，主要归功于：（1）利用政策强制出清僵尸产能以改善供需格局，在《特定产业结构改善临时措施法》主导下，日本基础化工行业大规模削减过剩产能，以乙烯行业为例，其目标削减 229 万吨产能，实际削减 202 万吨，产能削减达成率高达 88.2%¹；（2）产业结构从大宗化学品向精细化学品升级，核心驱动力在于通过提升产品附加值与剥离无效资产实现了盈利能力的系统性修复。1980-1986 年间，受产业结构调整干预的 26 个特定行业在资产回报率与全要素生产率上均实现了显著的正向提升，最终在供给侧收缩中完成利润率回升。²

¹ Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》（Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI）

² 《Industrial Policy in Japan: 70-Year History since World War II》（Tetsuji Okazaki）

图 12: 20 世纪 70 年代后, 日本 ROA 和设备运营比率整体震荡下行



资料来源:《Industrial Policy in Japan: 70-Year History since World War II》(Tetsuji Okazaki)

图 13: 1983-1986 年日本石化行业设备关停情况 (万吨/每年, %)

	去产能前 产能 A	计划去产 能量 B	去产能比 率 B/A (%)	实际去产 能量 C	完成率 C/B (%)	剩余产能
乙烯	635	229	36.1	202	88.2	433
聚烯烃	413	90	21.8	85	94.4	328
聚氯乙烯树脂	201	49	24.4	45	91.8	156
环氧乙烷	74	20	27.0	12	60.0	62
苯乙烯单体	180	47	26.1	34	72.3	146

资料来源:《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)、国海证券研究所

2.2、行业共性与差异: 寻找滞胀突围的“通用公式”

逻辑共性: 高附加值转型与风险敞口的外线对冲。走出滞胀的日本优势行业均展现出跨越周期的超额收益能力, 其核心经验在于: **(1) 以高附加值构筑定价权壁垒:** 优势产业顺应知识密集型趋势, 通过技术升级摆脱低价同质化竞争, 在能源危机中凭借产品的不可替代性向下游顺畅转嫁成本以留存利润; **(2) 以全球化战略转移单一市场衰退风险:** 面对国内滞胀引发的内需塌陷, 优势行业迅速将增长引擎转向国际市场, 例如通用设备、运输设备、电气机械、精密机械均实现出口依存度的大幅增长, 成功利用海外大市场的增量需求消化了国内的成本脉冲。

图 14: 日本各行业出口依赖度

行业	1970	1974	1975	1978	1978相较1970变化幅度
通用机械	15%	21%	27%	28%	92%
运输设备	24%	32%	42%	38%	61%
电气机械	19%	24%	28%	30%	60%
精密机械	29%	35%	39%	40%	39%
金属制品	11%	12%	15%	14%	32%
有色金属初级制品	26%	35%	32%	34%	32%
煤炭制品	26%	40%	43%	34%	31%
生铁与粗钢	30%	45%	47%	39%	30%
钢材初级制品	29%	44%	46%	37%	28%
石油制品	14%	16%	22%	17%	24%
肉品、肉类及乳制品	1%	1%	1%	2%	14%
陶瓷、陶器及石材制品	9%	9%	12%	10%	11%
化学纤维纺纱	27%	25%	28%	22%	-17%
织物及其他纺织制品	20%	18%	19%	15%	-23%
天然纤维纺纱	23%	21%	20%	17%	-29%
水产品	11%	8%	7%	6%	-41%
精制谷物及杂粮	2%	1%	1%	1%	-63%

资料来源：《Changes in Japan's Industrial Structure Since the Oil Crisis》(YUKIO KANEKO)、国海证券研究所

驱动差异：外向型开源与政策性节流的路径分化。尽管均实现了盈利修复，但不同禀赋行业的复苏路径呈现出清晰的结构分化：**(1) 加工组装型产业主攻外向型开源：**此类行业具备强劲的产品迭代能力，精准契合全球能源危机下的效能替代红利，通过绝对的收入端扩张驱动 EPS 高增，例如在 1974 至 1978 年的宏观震荡期，交通运输设备行业占日本工业总产值的比重从 11.40% 逆势扩张至 11.99%，成为拉动经济复苏的核心引擎；**(2) 基础材料型产业主政政策性节流：**面对深度的产品同质化与产能过剩，此类行业无法直接向海外转嫁成本，转而依托产业政策进行深度的供给侧出清，例如铝冶炼业目标削减 93 万吨产能且实际达成率高达 96.7%，水泥行业至 1986 年 3 月处置了 3100 万吨过剩产能，企业通过彻底清理无效资产实现了周转率的跃升与 ROE 的底部反转。¹

图 15: 日本各行业产值 (%)

行业	1970 占比	1970 占比相较 1965 年	1974 占比	1974 占比相较 1970 年	1975 占比	1975 占比相较 1974 年	1978 占比	1978 占比相较 1975 年
食品制造业	12.34	-4.57	12.02	-0.32	13.72	1.70	13.25	-0.47
钢铁制品业	14.48	2.14	14.41	-0.07	13.83	-0.58	12.84	-0.99
交通运输设备	9.78	0.46	11.40	1.62	10.81	-0.59	11.99	1.18
通用机械	10.68	2.55	9.81	-0.87	9.79	-0.02	10.01	0.22
化学制品业	9.03	-1.34	9.01	-0.02	9.00	-0.01	9.18	0.18
电气机械	9.79	2.78	8.03	-1.76	7.64	-0.39	8.86	1.22
金属制品业	7.23	0.94	7.46	0.23	6.75	-0.71	6.95	0.20
纺织制品业	7.87	-2.72	6.56	-1.31	6.80	0.24	6.16	-0.64
造纸、印刷及出版业	5.74	-0.44	6.21	0.47	6.14	-0.07	5.92	-0.22
石油制品业	3.04	0.00	5.01	1.97	5.62	0.61	4.78	-0.84
陶瓷、土砂石制品业	3.42	0.40	3.59	0.17	3.52	-0.07	3.90	0.38
木材制品业	4.36	-0.25	4.34	-0.02	3.90	-0.44	3.55	-0.35
精密机械	1.41	-0.06	1.28	-0.13	1.18	-0.10	1.45	0.27
煤炭制品业	0.83	0.10	0.85	0.02	1.34	0.49	1.15	-0.19
合计	100.00		100.00		100.00		100.00	

资料来源：《Changes in Japan's Industrial Structure Since the Oil Crisis》(YUKIO KANEKO)、国海证券研究所 (注：占比变化为当前年份占比减前一个年份占比)

¹ 《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)

图 16: 日本《产业安定法》执行情况

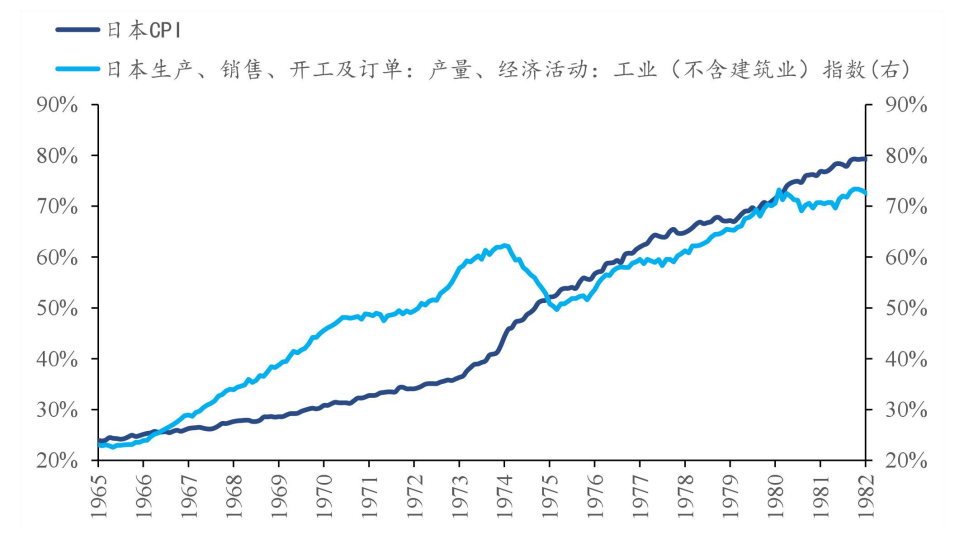
	特定萧条业种指定	处理对象设备 (处置 / 报废)	处理前产能 (千吨)	已处理数量 (千吨)	处理比率 (%)	计划修订后应处理 数量 (千吨)	处理比率 (%)	1982 年末已处理 数量 (千吨)	完成率 (%)
	敞开式电弧炉	1978 7.4 敞开电弧炉或电炉	20,700	2,850	13.7	2,850	13.7	2,730	95.4
	铝冶炼	1978 7.4 电炉	1,642	530	32.3	930	56.6	899	96.7
	合成纤维尼龙	1978 7.4 纺纱机	367	72	19.5	74	20.3	73	98.1
纺织业	聚丙烯腈短纤维	1978 7.4 纺纱机	431	73	17	85	19.7	96	112.5
	聚醚长纤维	1978 7.4 纺纱机	350	37	10.5	45	12.8	37	81.5
	聚酯短纤维	1978 7.4 纺纱机	398	68	17	78	19.7	71	90.2
	造船业	1978 8.29 船台或船坞	9,770	3,400	34.8	3,420	35	3,580	104.7
铁合金	硅铁	1978 11.10 电炉	487	100	20.5	100	20.5	100	100
化肥	尿素	1979 1.23 合成、分解、造粒设备	3,985	1,790	44.9	1,790	44.9	1,670	93.3
		特定萧条业种指定 处理对象设备 (处置 / 报废)	处理前产能 (千吨)	已处理数量 (千吨)	比例 (%)	计划修订后应处理 数量 (千吨)	比例 (%)	1982 年末累计 处理量 (千吨)	完成率 (%)
	湿法磷酸	1979 1.23 反应设备、过滤设备	934	190	20.3	190	20.3	174	91.6
	氨	1979 1.23 制气原料、提纯、合成设备	4,559	1,190	26.1	1,190	26.1	1,190	100
纺织业	棉纺等	1978 12.18 细纱机	1,204	67	5.6	67	5.6	52	77.9
	精纺毛纺等	1978 12.18 细纱机	182	18	10.1	18	10.1	18	96.2
厚纸板	箱板纸	1979 4.14 造纸机	7,549	1,147	15.2	1,147	15.2	1,083	94.4

资料来源:《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)、国海证券研究所

2.3、基本面与股价的映射：阶段定价与性价比轮动

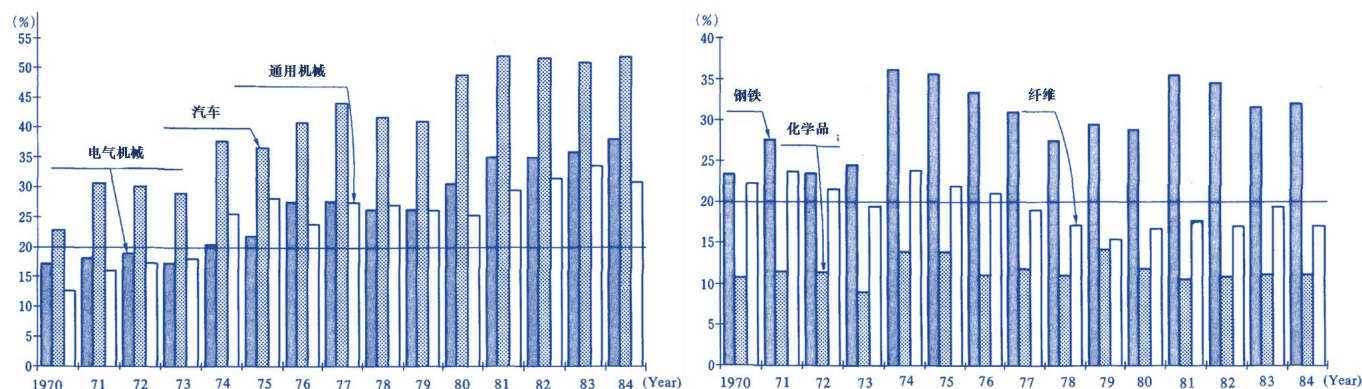
滞胀前期（冲击阶段）：需求驱动型模式性价比最高。1973-1974 年，在通胀斜率最陡的恐慌期，汽车与家电等节能属性行业通过高频订单增量最快地证明抗风险能力，股价呈现防御中反攻。（1）高频基本面快速兑现：经产省月度工业生产指数与财务省月度贸易统计显示，交通运输与电气机械月度出货量率先企稳，迅速消化成本脉冲；（2）权益市场超额收益映射：1973-1974 年大跌后电气机械与汽车板块收益率修复远超矿业等高耗能板块。

图 17: 1973-1974 年日本通胀上行叠加工业生产萎缩



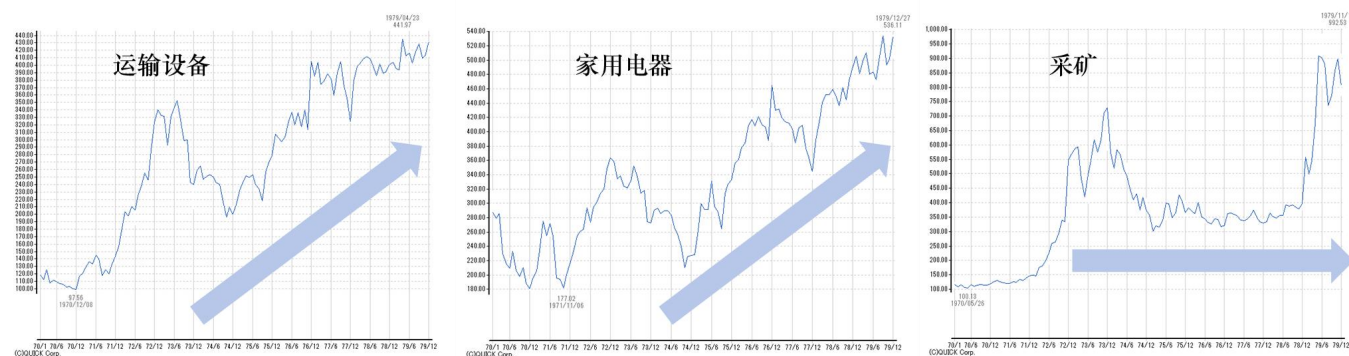
资料来源：FRED、国海证券研究所

图 18: 1970-1980 年日本机械相关行业出口比例显著增长，而原材料相关行业出口比例下降



资料来源：《Export Behavior of Japanese Firms》(YASUHIRO HORIYE)、国海证券研究所

图 19: 20 世纪 70 年代运输设备和家用电器板块率先筑底企稳, 并大幅跑赢矿业等传统重资产高耗能板块



资料来源: JPX、国海证券研究所

滞胀中期(政策博弈与突围阶段): 技术驱动型模式性价比爆发。1974-1976 年, 随着通胀预期见顶与名义利率企稳, 市场开始定价新增长范式, 半导体与精密仪器因代际领先与高估值弹性, 在分母端压力释放时实现戴维斯双击。(1) 无风险利率回落: 日本央行开启高频降息周期, 官方贴现率从 1973 年 12 月的 9.00% 逐步下调至 1975 年 10 月的 6.50%¹, 流动性边际宽松打开高科技板块估值上限; (2) 高附加值产业基本面脱敏: 宏观低迷下, 知识密集型的电气机械与精密仪器业凭借技术突破, 生产活动走出了独立于宏观总量的陡峭上行斜率; (3) 戴维斯双击的月度股价映射: 在利率下行与基本面爆发的双重共振下, 电气机械与精密仪器板块月度收盘价走出了穿越周期的独立主升浪。

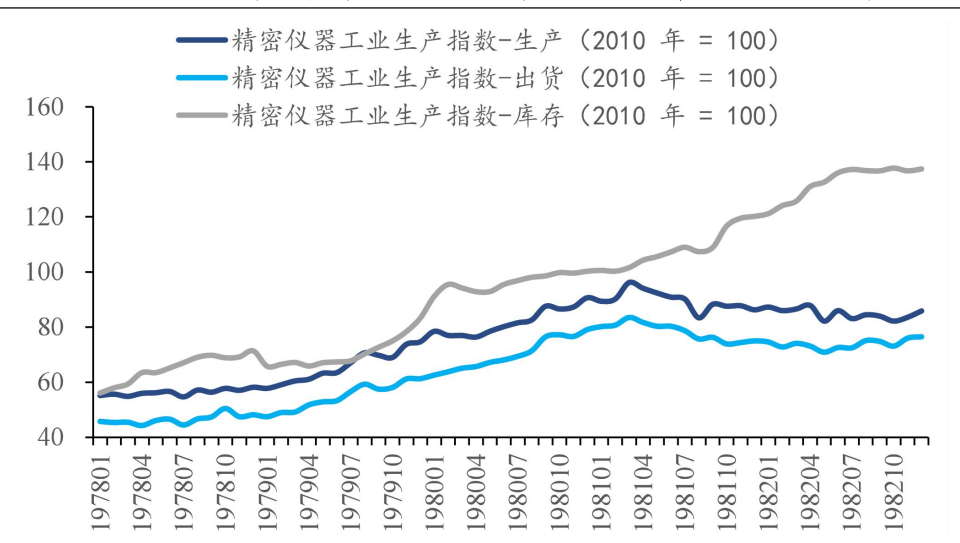
图 20: 1973 年后日本无风险利率回落

日期	变化量	变动后
1970.10.28	-0.25	6.00
1971.01.20	-0.25	5.75
1971.05.08	-0.25	5.50
1971.07.28	-0.25	5.25
1971.12.29	-0.50	4.75
1972.06.24	-0.50	4.25
1973.04.02	0.75	5.00
1973.05.30	0.50	5.50
1973.07.02	0.50	6.00
1973.08.29	1.00	7.00
1973.12.22	2.00	9.00
1975.04.16	-0.50	8.50
1975.06.07	-0.50	8.00
1975.08.13	-0.50	7.50
1975.10.24	-1.00	6.50

资料来源: 《Great Inflation and Central Bank Independence in Japan》(Takatoshi Ito), 国海证券研究所

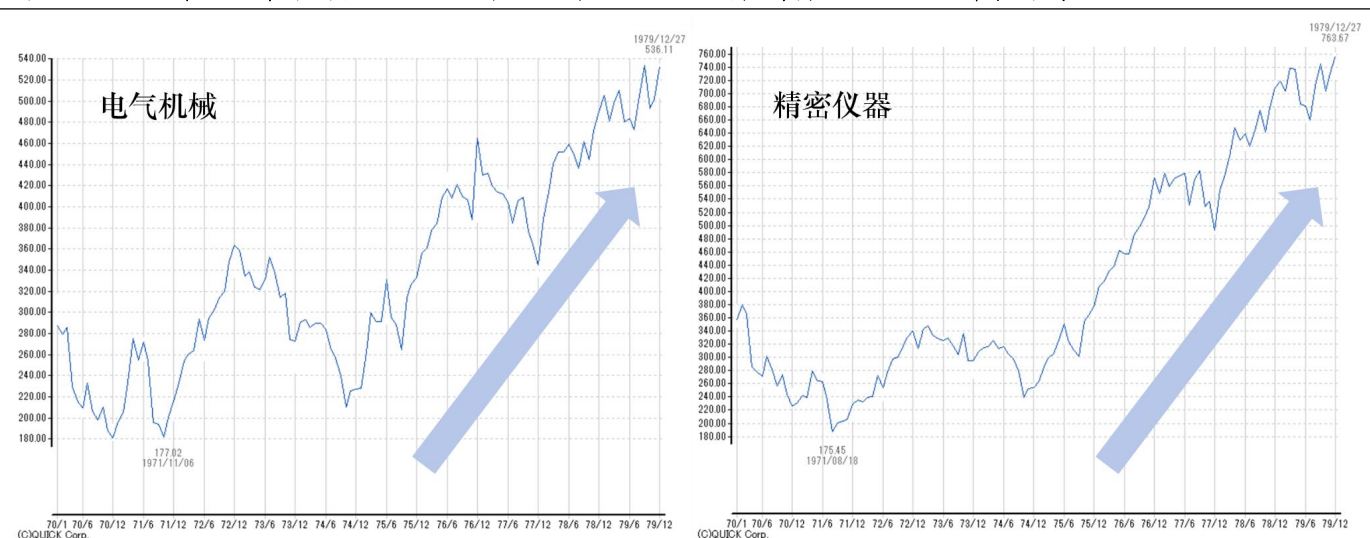
¹ 《Great Inflation and Central Bank Independence in Japan》(Takatoshi Ito)

图 21: 1978-1980 年日本精密仪器行业生产、出货和库存活动指数均在上行



资料来源：经济产业省、国海证券研究所

图 22: 1973 年后利率下行叠加底层技术突破推动电气机械和精密仪器走出主升浪行情

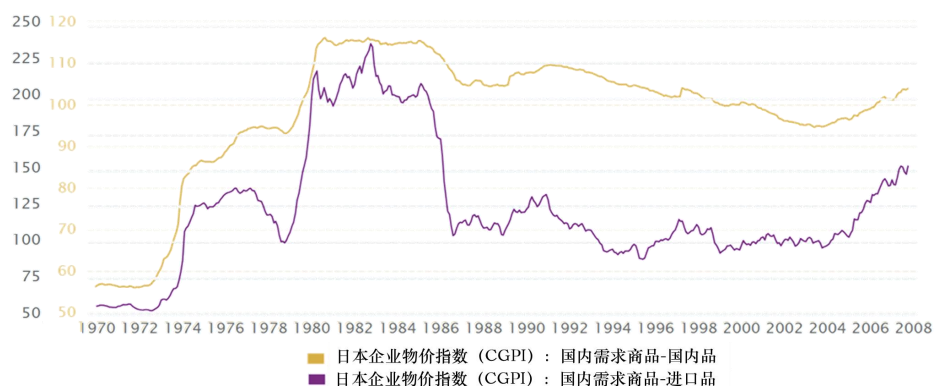


资料来源：JPX、国海证券研究所

滞胀后期（漫长僵持与出清阶段）：供给侧驱动型模式具配置价值。1977-1978 年及之后，经历了漫长的成本传导滞后期与利润挤压，落后产能被迫退出。精细化工、钢铁和有色等基础材料业通过去产能实现利润率回升，定价转向“活得久”。

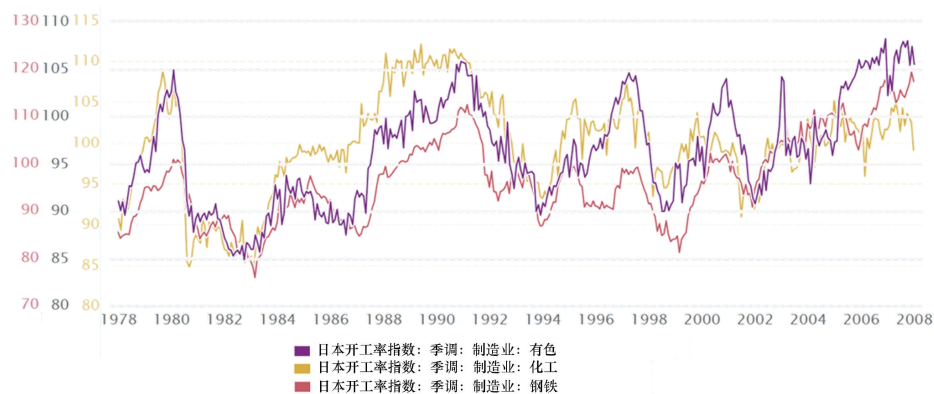
（1）利润挤压：基础材料业经历漫长成本传导滞后期，高频的进口物价（成本端）指数上涨幅度远大于国内产品的出厂价格（营收端），导致企业利润被严重压缩；（2）开工率筑底：随着去产能落地，化学、钢铁及有色等基础材料工业月度设备开工率自 1978 年企稳，无效产能剥离修复了资产回报率；（3）股价映射：化学、钢铁和有色板块在漫长磨底后凭借格局改善率先企稳筑底，在僵持期提供了极具防御属性的配置价值。

图 23: 20 世纪 70 年代日本进口原料价格上涨幅度远大于国内出厂价



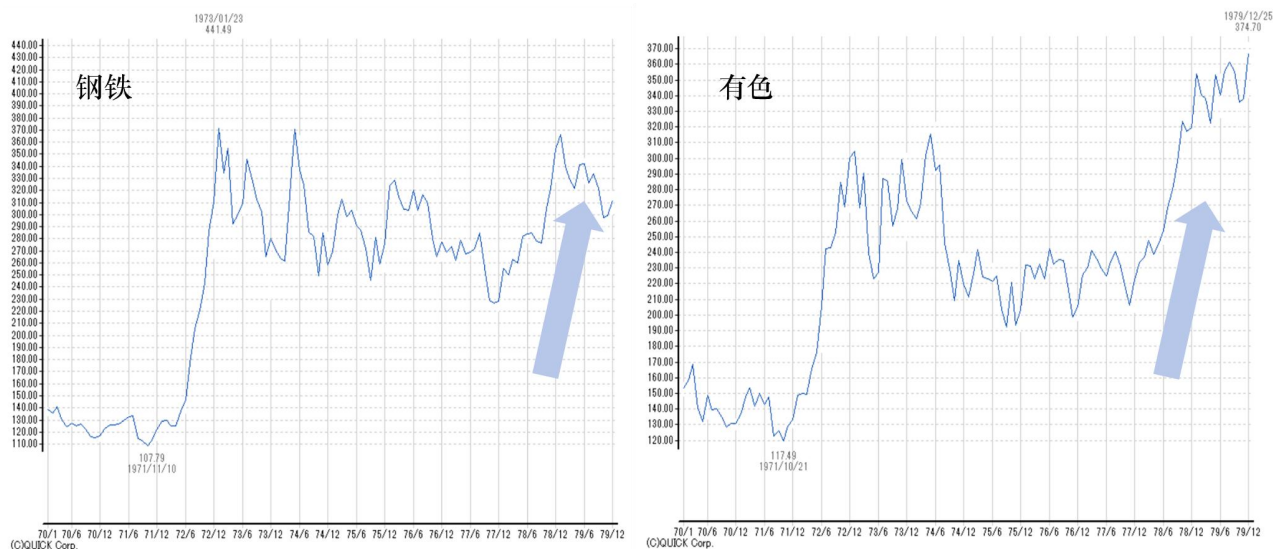
资料来源: CEIC、国海证券研究所

图 24: 1978 年后化工、钢铁和有色行业开工率回升



资料来源: CEIC、国海证券研究所

图 25: 20 世纪 70 年末钢铁和有色产能出清充分后迎来明显修复



资料来源: JPX、国海证券研究所

定价规律总结：在滞胀周期里，资金是如何“接力”的？复盘整个滞胀周期，我们可以画出一条清晰的资产轮动路线图：先买“需求替代”，再炒“技术突围”，最后等“存量出清”。市场的定价节奏呈现出非常鲜明的先后梯次。

图 26：滞胀背景下优势行业演变逻辑



资料来源：国海证券研究所

3、全球视野下的“日本溢价”——横向对比

3.1、制度韧性与产业升级的跨国分野（日本 vs 美/德）

劳动力市场与通胀阻断：面对滞胀冲击，劳资关系的协作模式成为阻断工资物价螺旋的核心护城河。**（1）日本的经济整合与微观让利：**1975 年日本春斗迎来历史转折，工会放弃两位数加薪诉求转而接受经济合意性，以自我约束工资换取物价与就业稳定。¹这种极低的实际工资刚性使得 1979 至 1980 年间日本单位劳动力成本年均仅微增 0.5%，远低于经合组织主要国家 9% 的均值²；**（2）欧美的实际工资抵抗：**相比之下，英国与部分欧洲国家因强力工会的存在，表现出极高的实际工资抵抗，拒绝接受实际工资下降的妥协。这不仅大幅制约了企业盈利空间，更导致这些国家在第二轮冲击中陷入失业率飙升与通胀居高不下的双重泥潭。

图 27：1974 年后日本制造业时薪增速显著下行



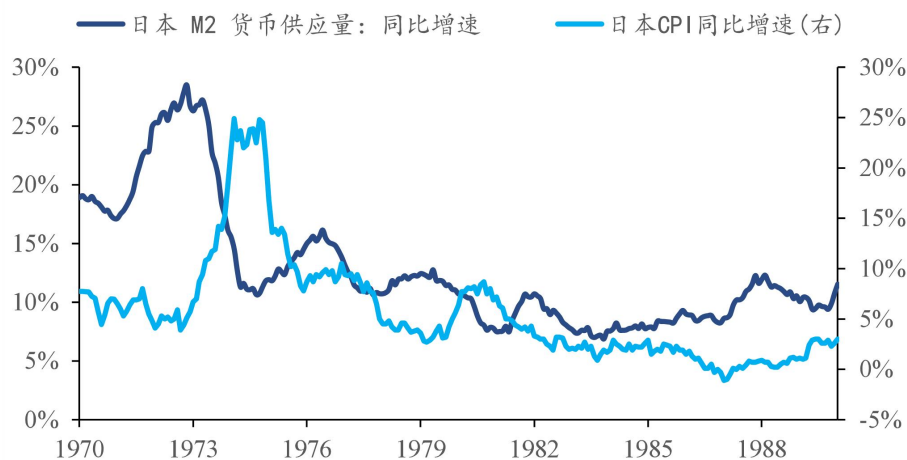
资料来源：FRED、国海证券研究所

¹ 《What Is Shunto》OGINO Noboru

² 《Learning from Adversity: Policy Responses to Two Oil Shocks》(Stanley W.Black)

货币治理理念与产业突围路径：在宏观控量与微观产业升级的共振下，日本展现出异于欧美的强劲修复力。**（1）货币治理的范式转型：**西德央行始终保持抗通胀策略从而成功规避了严重滞胀，而日本央行在吸取二十世纪七十年代初的教训后，于 1978 年起正式发布 M2 货币供应量预测，将政策锚转向控制货币总量的平稳增长。这一转变使日本在第二次石油危机中成功将通胀控制在 10% 以内实现了平稳过渡；¹**（2）产业升级的进攻性反超：**面对高昂能源成本，美国一度出现去工业化倾向并诉诸防御性贸易壁垒，例如迫使日本接受汽车与数控机床的自愿出口限制。而日本则坚定推进知识密集型战略，凭借数控机床与节能紧凑型汽车等机电一体化产品的代际领先，在严苛的宏观环境中实现了生产率的逆势爆发，并在全球市场中大幅抢占了欧美传统巨头的份额。

图 28：M2 平稳下行成功锚定了通胀预期，有效遏制了物价飞涨



资料来源：FRED、国海证券研究所

3.2、滞胀期的资产定价锚与避险逻辑

估值环境与利率敏感度：在宏观抗通胀的政策博弈中，货币收紧的节奏直接决定了资产估值的命运。**（1）美股的休克杀估值：**1979 年美联储为打破通胀预期开启激进加息，极高的短期无风险利率对美股等权益资产造成了沉重的估值挤压，导致标普 500 指数陷入长期的低市盈率泥潭；**（2）日股的平缓腾挪：**得益于第二次石油危机前日本已通过微观让利与货币总量的及时管控成功平抑了物价，其名义与实际利率的波动幅度远缓于美国。这种相对温和的利率环境不仅减轻了实体制造业的持续融资压力，也为日本股市在此期间走出无视外部波动的独立行情提供了充足的估值缓冲空间与资金面支撑。

¹ 《Great Inflation and Central Bank Independence in Japan》（Takatoshi Ito）

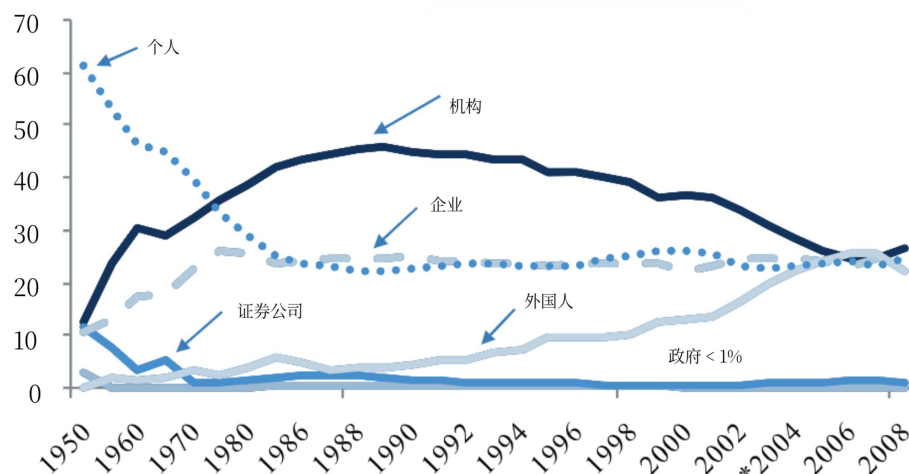
图 29: 美联储激进加息压制通胀, 美股估值承压市盈率长期低迷



资料来源: Wind、国海证券研究所

资金结构与市场缓冲：日本独特的法人交叉持股与主银行制度，在滞胀期充当了资产价格与企业生存的稳定器。
（1）交叉持股的防御属性：面对二十世纪七十年代恶劣的外部宏观冲击，日本传统企业通过不断提升金融机构与实业实体之间的内部持股比例，构建了坚固的稳定股东防线。这种特殊的股权结构大幅锁定了市场上的流通筹码，有效降低了大盘在恐慌期的抛售波动与下行风险；**（2）主银行导向的融资庇护：**在资本市场低迷且融资成本不确定的背景下，高度绑定的银企关系确保了制造业在逆周期中依然能获取稳定的信贷支持。以银行为核心的间接融资与交叉持股相配合，为企业度过漫长的盈利低迷期提供了充足的流动性缓冲，充分展现了日式资本结构在危机年代的系统性防御价值。

图 30: 1950-2008 年各类持有者持股占比 (%)

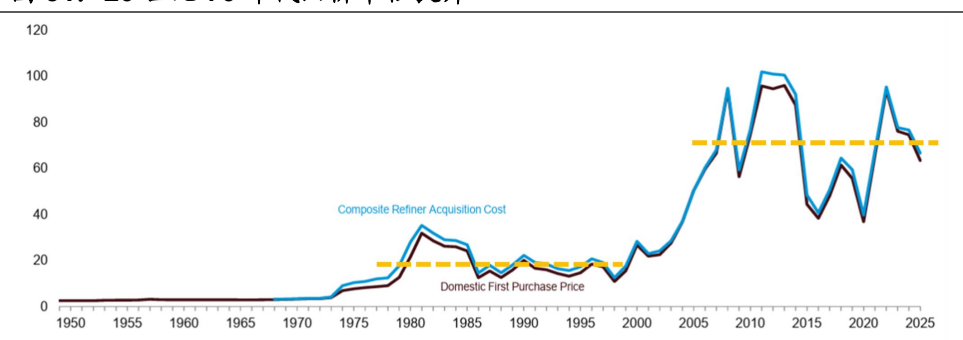


资料来源: 《Japan's Cross-Shareholding Legacy: the Financial Impact on Banks》(R. Ashle Baxter)、国海证券研究所

3.3、20 世纪 70 年代油价中枢抬升的全球变局与当前映射

全球经济与格局影响：20 世纪 70 年代的油价暴涨通过财富强制转移和汇率脱锚，重塑了全球的宏观基本面。**(1) 财富大转移与债务危机萌芽：**两次石油危机把巨额财富强行转移到了 OPEC 等产油国（每次约占当时 OECD 国家 GNP 的 2%）¹。这不仅把发达国家拖入衰退，还让全球账本严重失衡，其中非产油发展中国家的经常账户赤字从 1973 年的 120 亿美元激增至 1980 年的 800 亿美元²。这些“石油美元”通过商业银行大量回流，催生了盲目的主权信贷扩张，直接为 20 世纪 80 年代的拉美债务危机埋下隐患；**(2) 旧体系瓦解与新规则确立：**石油美元的冲击加上高通胀，压垮了布雷顿森林体系的维系基础。1973 年起全球主要货币被迫进入浮动汇率时代，汇率的剧烈波动也让全球贸易和资本流动的风险大幅上升。

图 31：20 世纪 70 年代油价中枢提升

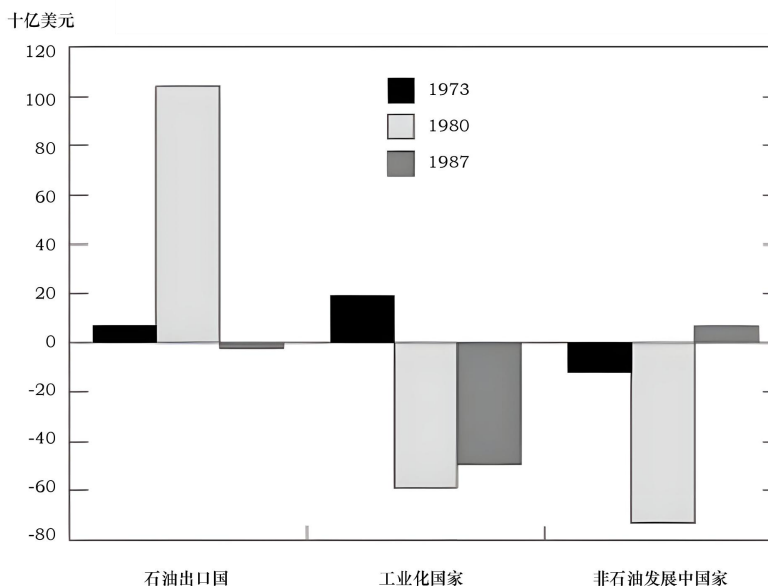


资料来源：EIA

¹ 《Learning from Adversity: Policy Responses to Two Oil Shocks》(Stanley W.Black)

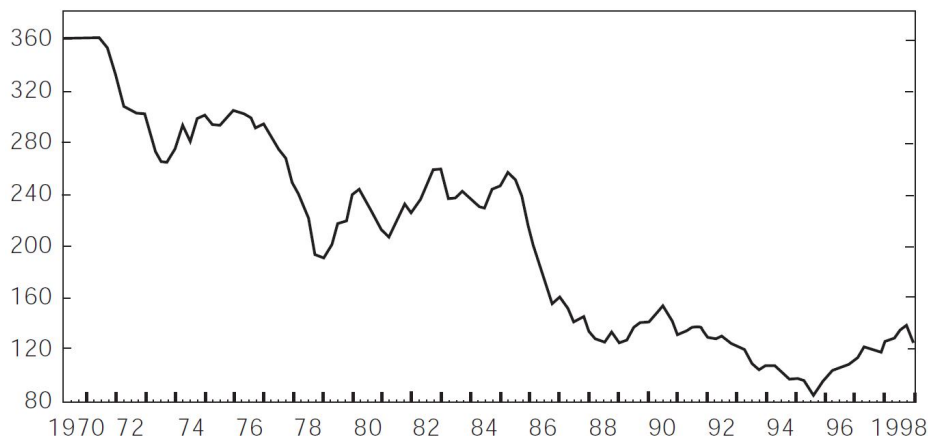
² 数据来自 IMF

图 32: 1973、1980 及 1987 年经常账户余额



资料来源: IMF

图 33: 日元兑美元汇率



资料来源:《Japanese Monetary Policy: A Quantity Theory Perspective》(Robert L. Hetzel)

当前映射: 面对供给侧通胀, 宏观政策将摒弃“放水保增长”, 资产定价主线长期转向重塑能源安全防线。
(1) 政策博弈路径: 20 世纪 70 年代初欧美试图以双宽松应对冲击, 最终深陷十年滞胀。基于此惨痛代价, 当前全球主要央行将更克制, 优先锚定通胀预期而非盲目刺激总需求。金融市场需为更长期的限制性利率环境做好准备, 提前交易大宽松的风险极高。
(2) 安全资产重估: 20 世纪 70 年代日本借危机迅速摆脱对中东石油的单一依赖, 大力扶持替代能源与节能技术。历史表明, 供给危机往往是产业升级的催化剂。当下, 资金将赋予新能源替代与供应链安全板块更高的长期估值溢价, 具备核心技术与能效优势的企业将成为核心避险资产。

图 34: 1964-1983 年经合组织十国通胀与失业情况 (%)

	通胀率			失业率			痛苦指数		
	64-70	71-78	79-83	64-70	71-78	79-83	64-70	71-78	79-83
比利时	3.7	7.9	7	2.3	4.8	11.2	6	12.6	18.2
加拿大	3.4	7.7	9.7	4.2	6.7	9	7.6	14.3	18.7
法国	3.9	9.1	11.8	2	3.6	7.1	5.9	12.7	19
德国	2.7	5.2	4.8	0.8	2.3	4.8	3.5	7.5	9.6
意大利	3.6	12.9	17	5.3	6.2	8.4	8.9	19.1	25.4
日本	5.4	10	4.2	1.2	1.7	2.3	6.6	11.7	6.5
荷兰	4.8	7.8	5.2	1	3.7	9	5.8	11.5	14.3
瑞典	4.4	8.9	10.1	1.7	2.1	2.6	6.1	11	12.7
英国	4.4	13.3	11.3	2.9	4.7	9.7	7.3	18	21
美国	3.4	6.7	8.9	4	6.3	7.9	7.5	13	16.8
平均值	4	8.9	9	2.5	4.2	7.2	6.5	13.2	16.2
波动率	0.8	2.6	3.9	1.5	1.8	3	1.5	3.4	5.6

资料来源:《Learning from Adversity: Policy Responses to Two Oil Shocks》(Stanley W.Black)、经合组织《经济展望》第 35 期(1984 年 7 月),表 R10 和表 R12; 1980 年 12 月,第 3 期、国海证券研究所

图 35: 日光计划(“替代能源/新能源”)相关预算(单位: 亿日元)

财年	太阳能	地热能	煤炭能源	氢能	综合研究	国际合作	其他	合计	特别会计部分	煤炭部分
1974	873	560	435	332	195		46	2,441	172	172
1975	1,091	1,138	857	463	250		156	3,955	253	253
1976	1,419	1,552	912	454	295	18	266	4,916	289	289
1977	1,463	2,563	1,005	520	275	18	335	6,179	1,291	283
1978	2,013	3,181	1,441	590	308	34	562	8,129	2,627	418
1979	3,768	3,548	2,902	690	345	49	634	11,936	4,876	2,507
1980	9,545	8,006	8,552	951	551	679	365	28,649	21,526	7,733
1981	7,961	9,223	13,514	948	1,233	668	112	33,659	26,727	12,634
1982	8,711	9,492	20,637	923	1,067	674	132	41,636	35,414	19,889
1983	8,928	8,248	22,771	492	775	716	77	42,003	36,619	22,059
1984	8,897	6,885	22,411	289	768	71	487	39,809	36,158	21,821
1985	9,169	7,336	25,654	256	663	71	627	43,776	40,754	25,093
1986	8,241	5,976	27,061	227	532	72	102	42,211	39,833	26,562
1987	7,556	5,092	28,794	192	693	66	63	42,456	40,445	28,374
1988	7,471	5,390	22,433	149	496	66	39	36,045	34,456	22,107
1989	6,965	5,383	24,792	121	379	62	113	37,814	36,613	24,486
1990	7,324	5,378	24,901	108	1,784	61	32	39,590	3,869	24,635
1991	7,465	5,237	11,263	107	646	68	30	24,816	24,006	11,037
1992	6,988	4,902	13,281	120	1,084	65	30	26,470	25,779	13,085

资料来源:《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)、国海证券研究所

图 36: 月光计划 (“节能与能效技术”) 相关预算 (单位: 亿日元)

财年	大规模节能	节能基础技术	国际研究合作	节能技术构建调研	民间节能技术开发补助	节能标准化	节能软件技术调研	其他	合计	特别会计部分
1978	1,185	114	11		451	37		180	1,978	0
1979	1,936	117	26		452	46		399	2,976	205
1980	6,929	202	35		467	57	9	78	7,777	4,655
1981	8,316	208	16		467	56	14	86	9,163	6,207
1982	8,474	198	5	11	669	49		84	9,491	6,466
1983	8,729	186	22	11	527	42		75	9,589	7,145
1984	8,809	233	22	10	438	39		78	9,629	8,052
1985	10,464	227	20	69	195	32		140	11,146	9,761
1986	11,815	195	25	88	123	23		58	12,326	11,300
1987	10,495	172	27	151	119	22		493	11,479	10,719
1988	9,098	154	35	7	236	21		408	9,957	9,271
1989	10,109	155	95	6	360	5		9	10,739	10,118
1990	10,978	102	171	5	303	4		8	11,572	11,035
1991	11,326	100	192	20	253	3		7	11,902	11,404

资料来源:《Dynamics of Japan's Trade and Industrial Policy in the Post Rapid Growth Era (1980-2000)》(Committee on the History of Japan's Trade and Industry Policy RIETI)、国海证券研究所

4、风险提示

历史比较法的局限性: 历史环境与当前环境存在差异, 过往经验对比可能存在局限性风险, 历史情形仅供研究参考, 不能代表未来;

全球经济波动超预期: 全球经济超预期波动可能影响正常情况下的各类经济活动;

美国关税和货币等政策的不确定性: 美国关税、货币等政策仍存在较大的不确定性, 可能导致相关假设及结论存在偏差;

中美贸易摩擦加剧: 中美贸易摩擦加剧可能影响对外贸易等, 进而影响经济基本面, 部分行业或个股可能会有负面影响; 为的改变;

中国宏观经济政策超预期变化: 政策超预期变化可能带来经济预期及相关市场行为的改变;

通胀显著超预期: 通胀超预期波动可能对政策节奏以及经济活动等形成扰动。

美以伊冲突规模升级及持续时间超预期: 冲突规模升级与持续时间超预期, 或加剧地缘政治风险, 冲击能源与大宗商品价格, 扰动全球经济及市场风险偏好。

【策略研究小组介绍】

赵阳，国海证券研究所策略组首席分析师，9 年策略研究经验，伯明翰大学货币银行金融硕士，南开大学金融学与行政管理双学士，2023-2024 年新财富最佳分析师第 1 名、2022 年新财富最佳分析师第 3 名、2021 年新财富最佳分析师第 2 名团队核心成员。先后在广发证券、天风证券研究所从事策略研究。擅长行业轮动与市场情绪研究，在大势研判、风格和行业比较、组合构建等方面有独创研究。

袁野，策略分析师，香港大学硕士，侧重美股、美债、港股等海外市场研究。

【分析师承诺】

赵阳，袁野，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。