

相关研究

《经济趋势向下，货币持续宽松——兼论当前的欧洲经济》2019.04.12

《倒挂非衰退，但难再加息——兼论当前的美国经济》2019.04.04

《美国消费缘何长期走强？——“消费和创新”系列之一》2019.04.03

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

## 日本消费：经济兴衰下的成熟之路 ——“消费和创新”系列之二

### 投资要点：

- **日本消费：经济半壁江山，消费率走势“W”型。**与美国相同，消费是拉动日本经济增长的绝对主力，但与美国不同的是，90年代以后，消费对日本经济增长贡献率明显下降，而日本消费率的走势也不像美国先平后升，而是呈“W”型窄幅震荡。日本消费结构的演变同样与美国存在较大差异。从大类来看，虽然也经历了从商品消费到服务消费的升级，但从非耐用品到耐用品的升级并不顺畅。从细分品类看，与美国相同之处在于医疗、通讯消费的强劲与服装消费的低迷，不同之处在于娱乐消费的收缩与居住消费的走强。
- **人口老化：老龄化进程过快，医疗养老产业扩张。**老龄化进程过快，医疗强劲增长。日本在二战之后也经历了人口快速增长的“婴儿潮”，但是自20世纪80年代之后，人口增速明显放缓，这也决定了日本消费增长的由盛转衰。日本的老龄化进程不论在程度上还是速度上都远超美国，这令日本医疗消费持续增长。步入少子化社会，养老需求旺盛。日本老龄化进程加速很大程度上来自于社会生育意愿的下降，下降的生育率使得日本步入少子化社会，家庭规模不断缩小。而日本的福利制度较为完善，保证了老年人口的消费能力。少子化现象叠加老年人口消费能力的充裕，推动了养老产业的迅速发展。另外，随着户均规模的下降，家务活动的规模成本也随之上升，这带来了消费者偏好的改变，如外出就餐增多带来餐饮行业的扩张。劳动力补充受限，年轻消费放缓。日本的移民政策限制较多，使其劳动力难以获得有效的补充，老龄化趋势因而愈发严峻，年轻型消费也纷纷迎来拐点，其中可选消费中的汽车与必需消费中的啤酒就是典型例子。
- **收入低迷：经济失去三十年，预期下调消费理性。**收入增速归零，M型社会到来。日本经济陷入“失去的30年”后，人均GDP增长几近归零。而90年代以来，居民收入、消费增速长期徘徊在零值左右。更为严峻的是，日本居民收入结构出现明显恶化，经济下滑、资产负债表衰退带来的劳动力市场需求相对于供给收缩的力度更大，而年轻人成为最主要的受害者。这使得劳动人口中，中产阶级大量减少，收入阶层分布向低层和高层移动，呈现出M型的社会结构。经济泡沫破灭，消费回归理性。到了90年代，日本经济环境发生明显变化，居民的消费能力和信心均大幅受挫，消费理念也发生变化，从追求满足效用，转向追求性价比。具体来看：一是奢侈消费见顶回落。如珠宝首饰市场销售额、高尔夫球、滑雪市场规模同样出现了明显的收缩；二是传统消费低成本化。以零售为例，90年代以来，便利性更强、时间成本更低的超市、便利店，先后取代了百货店。在传统消费领域，高性价比的品牌仍然维持了可观的业绩，纺织服装行业中的优衣库就是典型代表。
- **市场表现：消费稳健增长，必需优于可选。**同美国资本市场的情况一致，长期来看，日本股市中的消费行业，其股价涨幅也在市场中居于前列，和科技股交相辉映，而以银行、证券为代表的金融股和以有色、钢铁为代表的周期股表现不佳。但消费股内部的相对表现美日两国有所区别。虽然两国消费股内部均是医疗行业领跑，但对于美国而言，可选消费的股价表现要好于必需消费，而日本的情况则不然，以MSCI日本指数为例，其从1995-2018年间，必需消费行业股价年均涨幅2.7%，而可选消费行业仅有1.9%，日本传统消费行业并不失落。具体到公司层面，日本市值前100名的公司中不乏必需消费行业龙头，像花王、7-11便利店和资生堂等公司被广大消费者所熟知，而除去汽车的可选消费类公司市值占比低于必需消费类公司。

## 目 录

---

1. 日本消费：经济半壁江山，消费率走势“W”型 .....	5
2. 人口老化：老龄化进程过快，医疗养老产业扩张 .....	7
2.1 老龄化进程过快，医疗强劲增长 .....	7
2.2 步入少子化社会，养老需求旺盛 .....	8
2.3 劳动力补充受限，年轻消费放缓 .....	10
3. 收入低迷：经济失去三十年，预期下调消费理性 .....	11
3.1 收入增速归零，M型社会到来 .....	11
3.2 经济泡沫破灭，消费回归理性 .....	13
4. 市场表现：消费稳健增长，必需优于可选 .....	15

## 图目录

图 1	日本 GDP 增速、私人消费增速 (%)	5
图 2	日本实际 GDP 同比增速拉动率 (%)	5
图 3	日本私人消费/GDP (%)	6
图 4	日本商品和服务消费占比 (%)	6
图 5	日本商品消费中耐用品、半耐用品、非耐用品占比 (%)	6
图 6	日本 94 年、17 年分品类消费 (十亿日元)	6
图 7	1917 年-2017 年间日本人口数量及每十年人口年均增速	7
图 8	美国和日本 65 岁及以上人口占比 (%)	7
图 9	全国医疗支出占国民生产总值比重 (%)	8
图 10	日本医疗行业增加值增速与名义 GDP 增速 (%)	8
图 11	美国和日本总和生育率水平 (%)	8
图 12	日本按人口规模统计的户数分布情况 (%)	8
图 13	日本社会保障支出费用构成及增速变化	9
图 14	家庭访问式长期护理机构数量 (家)	9
图 15	日本全体服务业及护理服务活动指数	9
图 16	日本外食产业市场规模及同比增速	9
图 17	各国净移民人数占总人口比重 (%)	10
图 18	日本新车销量及年轻人口增速 (%)	10
图 19	日本啤酒消费数量及同比增速	11
图 20	美国、日本人均 GDP (美元)	11
图 21	日本人均 GDP 增速 (%)	12
图 22	日本雇员报酬、家庭收入增速 (%)	12
图 23	日本非农家庭年均月收入、消费支出增速 (%)	12
图 24	日本各年龄段失业率 (%)	12
图 25	日本年收入阶层的家庭比例	13
图 26	日本珠宝首饰市场规模 (亿日元)	14
图 27	日本高尔夫球市场规模、高尔夫球俱乐部个数	14
图 28	日本体育用品产业市场规模 (亿日元)	14
图 29	日本百货商店、超市、便利店营业额 (万亿日元)	14
图 30	日本国内的优衣库销售收入、门店数	15

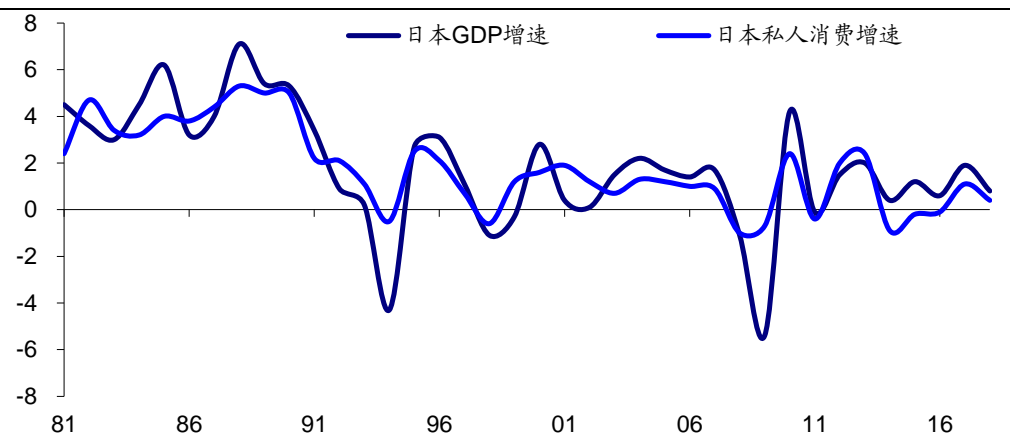
图 31	日本各行业股票价格在相应期间的年均涨幅 (%)	15
图 32	韩国 2000 年-2018 年间 KOSPI 指数分行业年均涨幅 (%)	16
图 33	美国和日本消费股内部行业涨幅情况 (%)	16
图 34	美国和日本市值前 100 名公司中行业市值分布占比 (%)	17

美国消费长期走强，令各国艳羡。日本作为曾经的全球第二大经济体、追赶型经济体中的典范，其消费走势同样值得关注。本篇报告中，我们将对日本消费情况进行回顾，分析美、日消费表现差异背后的深层次原因。

## 1. 日本消费：经济半壁江山，消费率走势“W”型

与美国相同，消费是拉动日本经济增长的绝对主力。80年代以来，消费成为日本经济增长最重要的驱动力。过去38年中，日本GDP年均增速约在2%，其中私人消费贡献率了1%，私人投资、政府支出、净出口分别贡献了0.4%、0.4%和0.2%。也就是说，80年代以来，日本经济增长的一半是由消费贡献的。

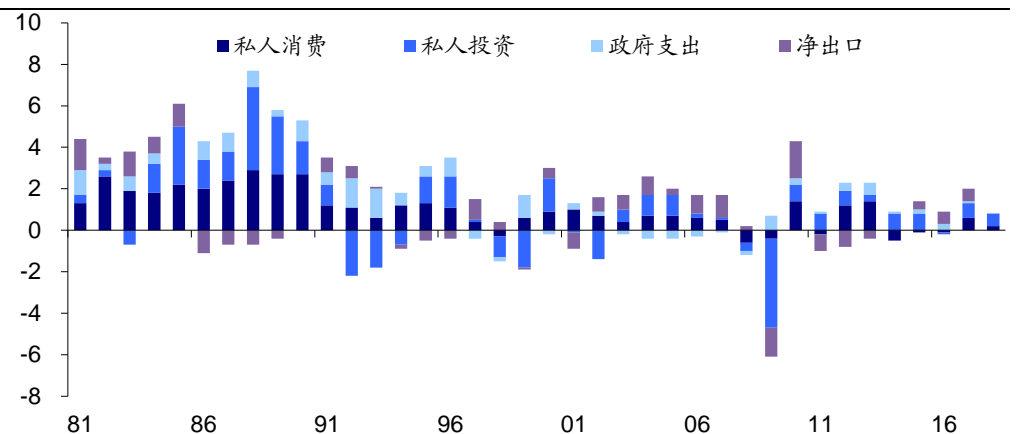
图1 日本GDP增速、私人消费增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

与美国不同，90年代以后，消费对日本经济增长贡献率明显下降。80年代，日本步入稳定增长期，消费对经济增长的贡献率持续领跑；但到了90年代，投资、消费、政府支出轮番上阵，三者贡献率也是此消彼长；00年代，随着全球经济复苏、中国加入WTO，净出口的贡献率显著提升并占据主导；在08年金融危机后，投资再度主导日本经济波动。

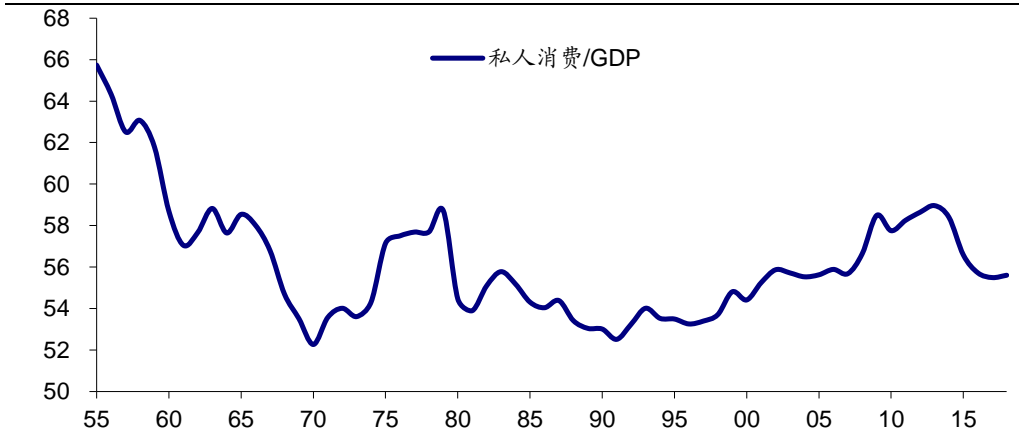
图2 日本实际GDP同比增速拉动率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

与美国不同，日本消费率走势呈“W”型窄幅震荡。日本消费率（私人消费/GDP）曾先后经历了高速增长期（55-73年）的持续下行，经济转型期（74-90年）的先升后降，以及地产泡沫破灭后（90年）的缓慢上升，并整体保持在50%-60%之间。而同期美国消费率先平后升，从60%左右升持续上升至70%左右。两者消费率走势存在较大差异。

图3 日本私人消费/GDP (%)

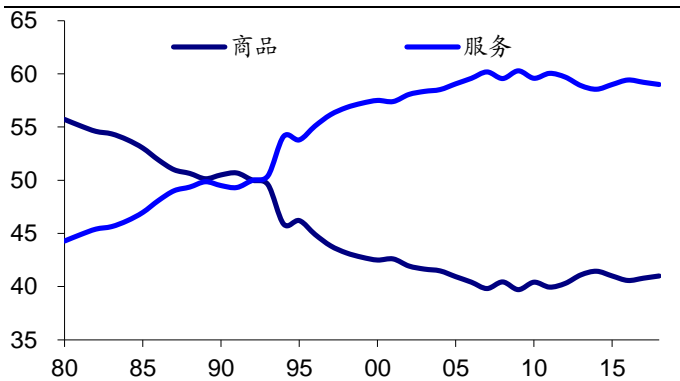


资料来源: Wind, 海通证券研究所

日本消费结构的演变同样与美国存在较大差异。

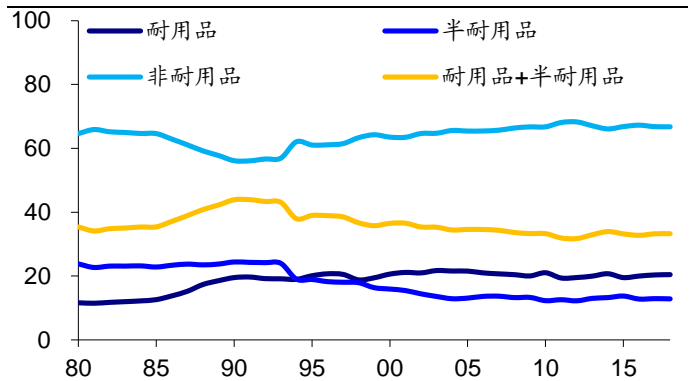
从大类来看,日本和美国一样,也经历了从商品消费到服务消费的升级,两者占比此消彼长。但与美国不同的是,日本商品消费中,从非耐用品到耐用品的升级并不顺畅,尤其是90年代以来,耐用品、半耐用品消费占比下滑,而非耐用品消费占比持续回升。

图4 日本商品和服务消费占比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

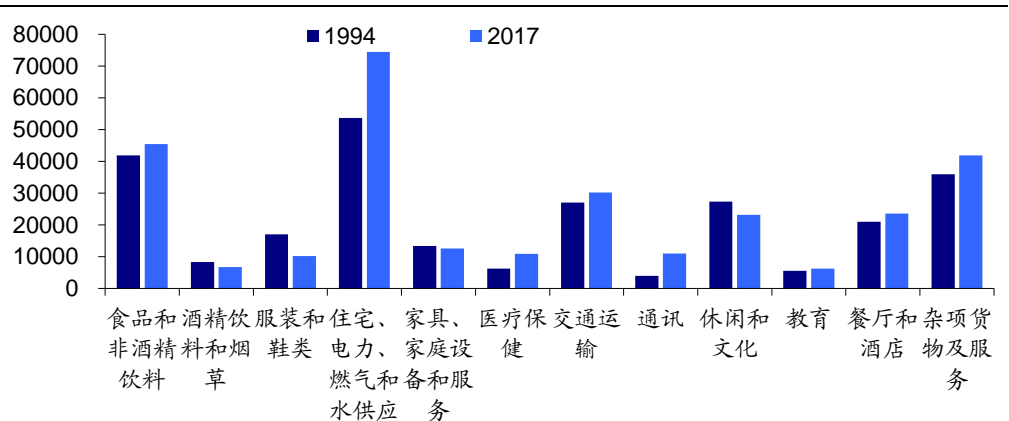
图5 日本商品消费中耐用品、半耐用品、非耐用品占比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

从细分品类看,过去20多年日本各品类消费中,涨幅最大的是通讯、医疗保健、居住;服装鞋帽、烟酒饮料、休闲文化不升反降。而同期美国消费中,涨幅最大的分别是服务消费中的医疗、娱乐,耐用品消费中的娱乐用品、手表珠宝、医疗设备,非耐用品消费中的药品、玩具、个人护理;而住宿餐饮、居住、交通殿后。相同之处在于医疗、通讯消费的强劲与服装消费的低迷,不同之处在于娱乐消费的收缩与居住消费的走强。

图6 日本94年、17年分品类消费 (十亿日元)



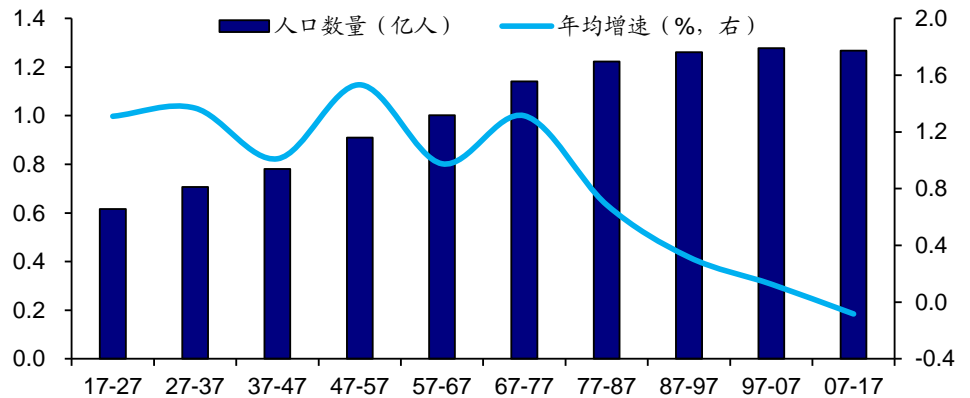
资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2. 人口老化：老龄化进程过快，医疗养老产业扩张

### 2.1 老龄化进程过快，医疗强劲增长

**人口潮起潮落，增长由快到缓。**同美国相同，日本在二战之后也经历了人口快速增长的“婴儿潮”，1947-1957年间，日本人口的年均增速超过了1.5%，是1917年以来按照十年区间统计的人口增速高点，而当此轮婴儿潮人口逐渐进入婚育年龄，我们也观察到在1967-1977年间的人口增速反弹至1.3%的高位。但是自20世纪80年代之后，日本人口增长出现了明显的放缓，甚至到了2007-2017年间，每年人口数量平均缩减约0.1%，进入负增长区间，人口数量的衰退也决定了日本消费增长的由盛转衰。

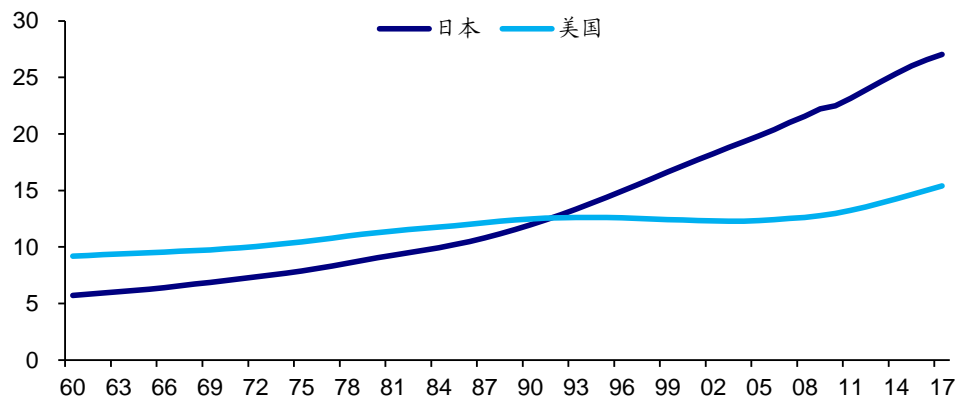
图7 1917年-2017年间日本人口数量及每十年人口年均增速



资料来源：CEIC，海通证券研究所，人口数量为时间区间末数值。

**老龄化进程远超美国。**虽然日本同美国一样，人口结构都逐渐出现老龄化的特征，但是日本的老龄化进程不论在程度上还是速度上，都远远超过了美国的水平。根据世界银行的统计，17年日本65岁以上人口占比达到27%，而美国仅有15%左右，日本足足超过美国10个百分点以上。并且，从60年开始到17年的近60年间，日本65岁以上人口占比上升了超过20个百分点，而美国仅上升不足7个百分点。

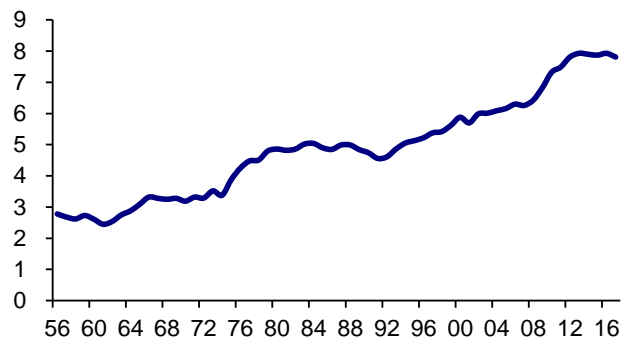
图8 美国和日本65岁及以上人口占比 (%)



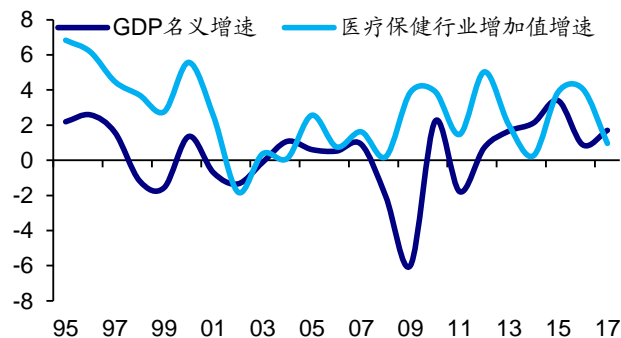
资料来源：WIND，海通证券研究所

**医疗消费占比上升，医疗行业强劲增长。**同美国类似，老龄化程度的加深使得日本医疗消费持续增长。一方面，日本全国医疗支出在国民生产总值中的占比由56年的2.8%一路升至17年约7.8%的高位；另一方面，日本医疗产业也随之迎来了蓬勃地发展，95年以来日本的名义GDP年均增长只有不到0.4%，而医疗行业增加值增速年均增长2.6%，约是名义GDP增速的7倍。



**图9 全国医疗支出占国民生产总值比重 (%)**


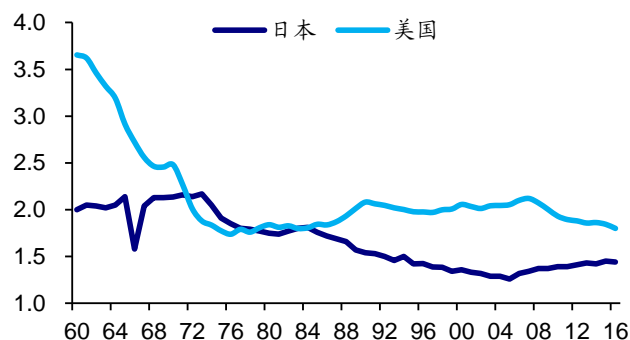
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

**图10 日本医疗行业增加值增速与名义 GDP 增速 (%)**


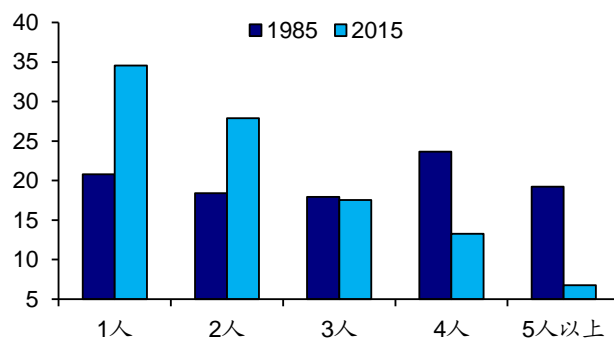
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

## 2.2 步入少子化社会, 养老需求旺盛

**老龄化原因之一: 生育意愿下降, 步入少子化社会。**之所以日本老龄化进程会如此迅速, 很大程度上来自于社会生育意愿的下降, 从世界银行的统计来看, 日本与美国的总和生育率在 80 年代中期走势开始出现明显的背离, 美国稳中有升, 维持在 2% 的水平左右, 而日本则持续下滑, 最低点降至不足 1.3%。生育率的下降使得日本步入少子化社会, 家庭规模不断缩小, 根据日本的人口调查数据, 85 年日本户数分布以 4 人户最为占优, 而到了 15 年, 1 人和 2 人户的比例大幅上升, 户均人数也由 85 年的 3.14 人降至 15 年的 2.33 人。

**图11 美国和日本总和生育率水平 (%)**


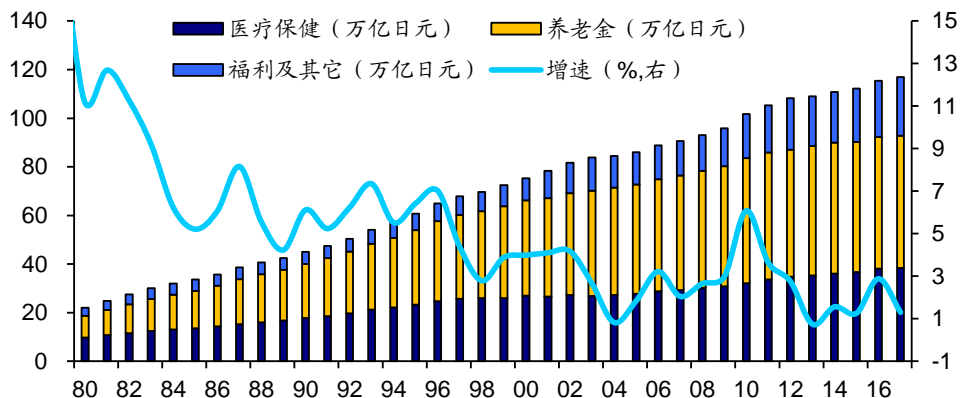
资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图12 日本按人口规模统计的户数分布情况 (%)**


资料来源: 日本统计局, 海通证券研究所

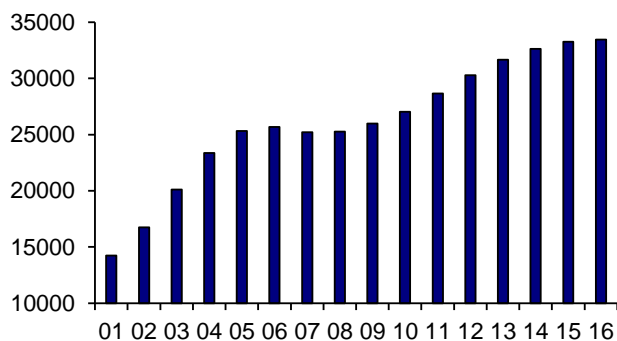
**社会保障充分, 养老金制度完善。**而日本的福利制度较为完善, 针对老年人的养老金等社会保障也比较充分, 国民年金、厚生年金和非公共养老保险等所组成的三支柱养老体系一定程度上保障了老年人口的消费能力。17 年日本中央财政支出中超过 30% 均用于社会保障, 而从整体的社会保障支出费用上来看, 养老金支出占比更是由 80 年的 40% 左右升至 17 年的近 47%。



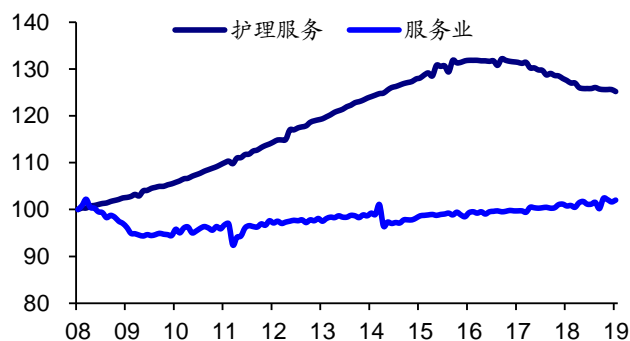
**图13 日本社会保障支出费用构成及增速变化**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**护理产业扩张，经营尤为活跃。** 少子化现象叠加老龄人口消费能力的充裕，使得养老需求持续增长，并且得益于日本针对长期看护需求推出的介护保险，共同推动了日本养老产业的迅速发展。从01年以来，日本家庭访问式长期护理机构的数量实现了迅猛扩张，到16年已达近3.4万家，约是01年水平的2.4倍，而护理服务行业的经营活力尤为活跃，远超过服务业行业的整体水平。

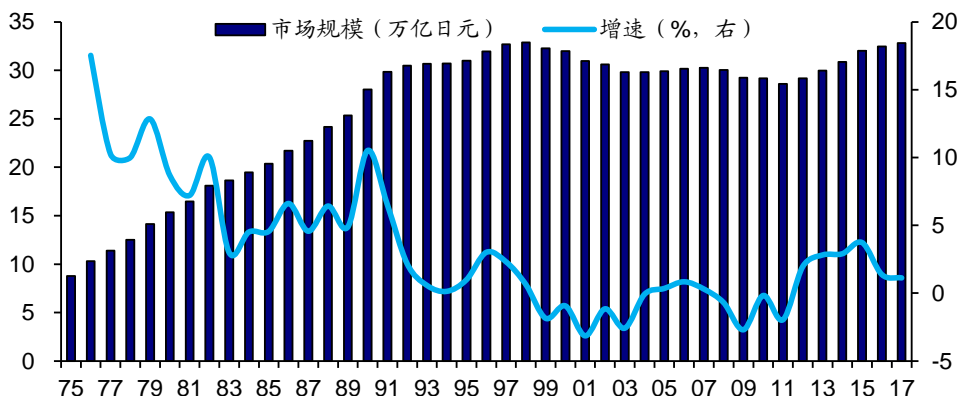
**图14 家庭访问式长期护理机构数量（家）**


资料来源：日本厚生劳动省，海通证券研究所

**图15 日本全体服务业及护理服务活动指数**


资料来源：CEIC，海通证券研究所，以08年1月为基期。

**户均规模下降，饮食偏爱外餐。** 此外，随着户均规模的下降，家务活动的规模成本也随之上升，这带来了消费者偏好的改变。比如日本餐饮行业的发展就是一个典型的例子，由于一人户和二人户家庭占比的上升，加之女性劳动参与率的提高，在家做饭越来越表现出得不偿失，人们更加倾向于外出就餐，餐饮行业也因此得以扩张，其市场规模从75年的约8.8万亿日元增长至17年的32.8万亿日元，年均增速达到了3.2%。

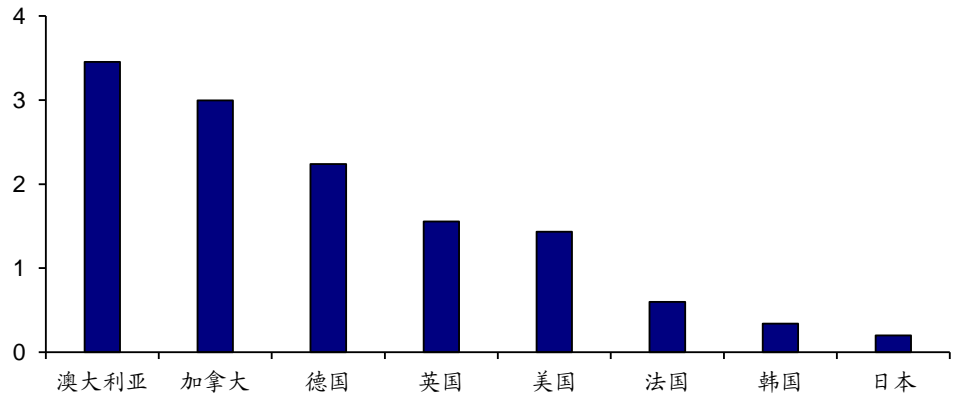
**图16 日本外食产业市场规模及同比增速**


资料来源：Japan Food Service Association，海通证券研究所

### 2.3 劳动力补充受限，年轻消费放缓

**老龄化原因之二：移民限制较多，劳动力难获补充。**其实随着美国经济的增长，其人口结构的老龄化也有显现的苗头，但其通过吸引大量海外移民来补充自己的劳动力总量，从而延缓了人口年龄结构变老的趋势。而日本的移民政策限制较多，相对来说比较封闭，17年其净移民人数占总人口比重仅有不足0.2%，远低于美英德等欧美发达国家水平，这就使其劳动力难以获得有效的补充，老龄化进程加速因而不可避免。

图17 各国净移民人数占总人口比重 (%)

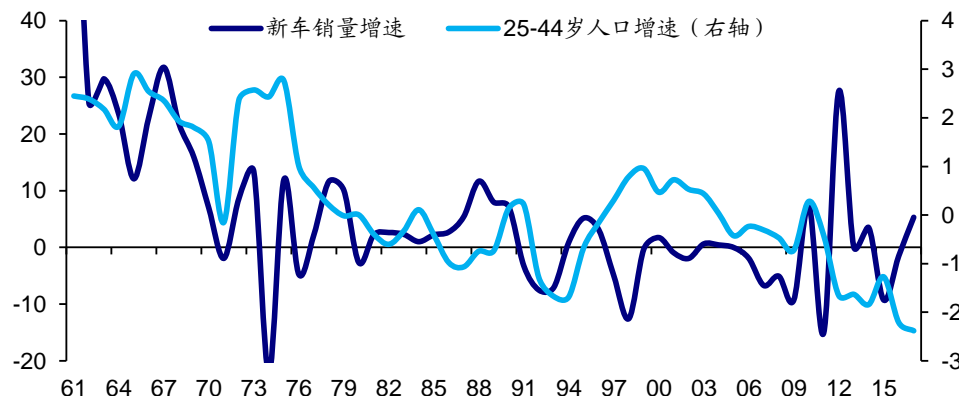


资料来源：WIND，海通证券研究所，其中美英韩为12年，其余为17年。

**年轻型消费迎来拐点。**一般来说，不同年龄阶段的人具有的消费偏好也不尽相同，像老年人对医疗保健的需求较为旺盛，而年轻人则偏爱汽车、家电等耐用类消费品。日本户主年龄29岁以下的家庭私人交通支出(主要是购车)在消费总支出的占比高达11%，而户主年龄60岁以上的家庭这部分支出只占消费总支出的6.7%。由于限制移民政策使得劳动年龄人口难获补充，日本老龄化趋势愈发严峻，年轻型消费也纷纷迎来拐点，其中汽车消费就是一个典型的例子。

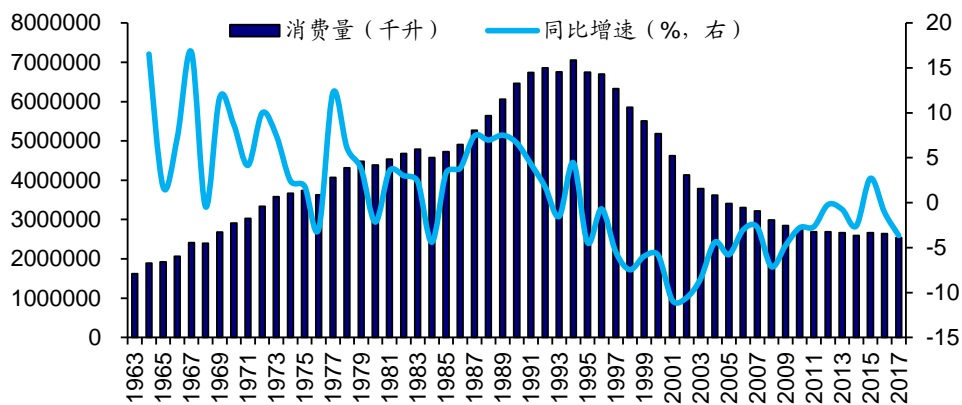
**汽车消费增速转负。**61-73年日本经济处于高速增长期，25-44岁年龄人口平均增速为在2%左右，同期新车销量年均增速高达17%。74年之后经济增速下台阶，在74-85年的中速增长期，25-44岁年龄人口平均增速下降至0.26%，新车销量增速也相应跌至3.4%。86年至今25-45岁年龄人口平均增速为-0.54%，而新车销量年均增长-0.28%。

图18 日本新车销量及年轻人口增速 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

**必需消费影响仍存。**年龄结构的变化不仅影响到可选消费的分化，对部分必需消费品也有一定的影响，如较受年轻人喜爱的啤酒消费，就由于日本老龄化的不断加剧，也出现了趋势性的下滑，其增长速度从90年代开始逐步放缓，消费量也在94年达到顶点后一路下行，2017年日本啤酒消费量甚至还不如1970年时的水平。

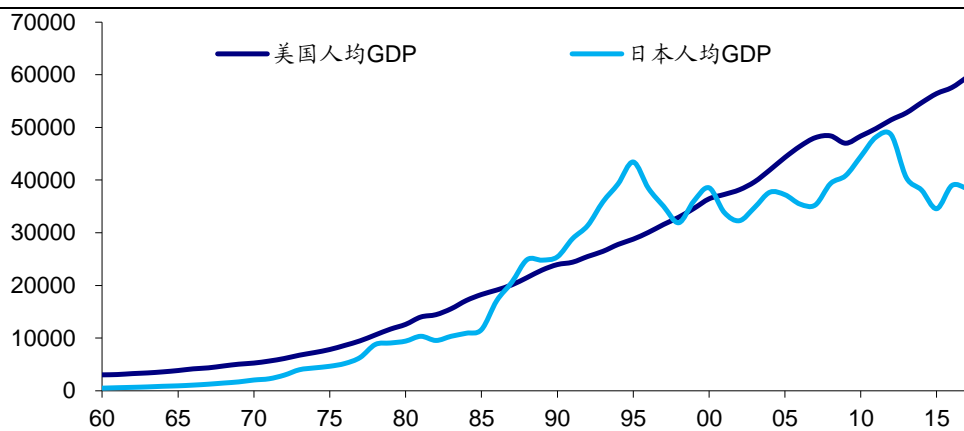
**图19 日本啤酒消费数量及同比增速**


资料来源：日本国税厅，海通证券研究所

### 3. 收入低迷：经济失去三十年，预期下调消费理性

#### 3.1 收入增速归零，M型社会到来

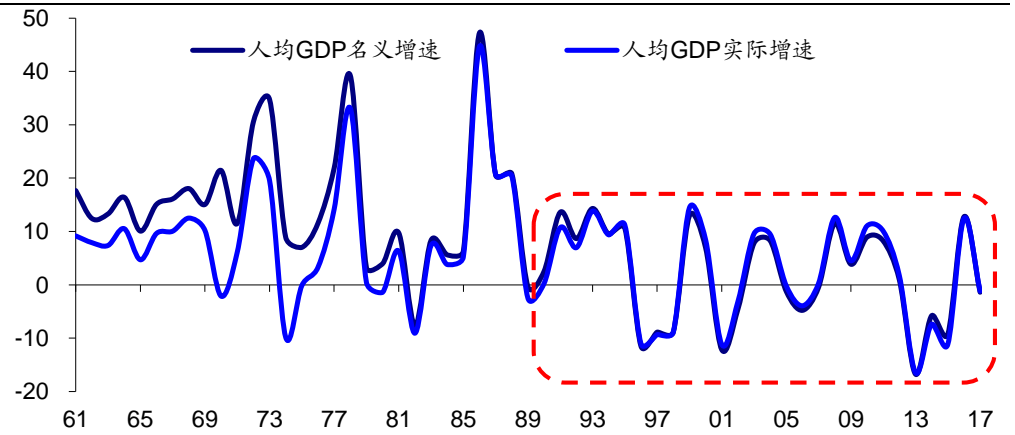
**人均GDP：上升30年，震荡30年。**作为最成功的追赶型经济体之一，日本不仅较早跻身高收入经济体行列，也是目前全球人均收入最高的几个经济体之一。尤其是90年代日元大幅升值，令美元计价的日本人均GDP一度超过美国。然而，90年代以来，美国人均GDP一路上行，18年已突破6万美元大关，日本人均GDP却在3万至5万美元之间徘徊。

**图20 美国、日本人均GDP（美元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**经济陷入“失去的三十年”，人均GDP增速几近归零。**日本人均GDP“上升30年、震荡30年”的奇特走势，缘于日本经济在经历了高速期、转型期、泡沫期后，陷入了为期30年的持续低迷，即“失去的30年”。观察日本人均GDP增长，90年代之前，从60年的480美元，上升至90年的2.5万美元，年均增速高达14.2%；但90年以来，年均增速仅为1.5%，几乎就是零增长。

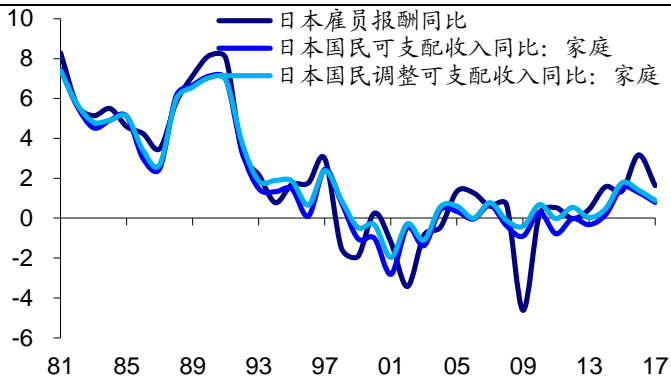
图21 日本人均 GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

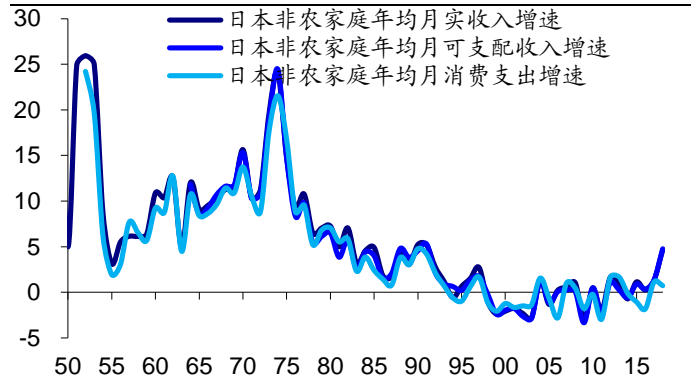
90年代以来,日本居民收入、消费增速“L”型。作为人均GDP的同步指标,无论是宏观层面的雇员报酬增速、家庭收入增速,还是微观层面的2人及以上非农家庭月收入增速、消费支出增速,都在90年代经历了显著的下滑,此后长期徘徊在零值左右。

图22 日本雇员报酬、家庭收入增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

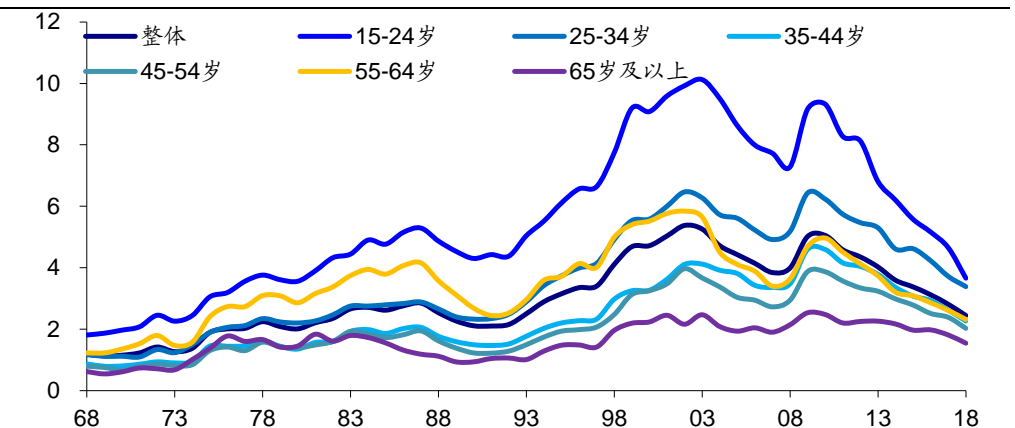
图23 日本非农家庭年均月收入、消费支出增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

年轻人口高失业率,就业结构畸形。而比总量层面的收入、消费增速放缓更为严峻的是,日本居民收入结构出现明显恶化。90年代初,日本地产泡沫破灭后,失业率一路从2%左右攀升至20世纪初的5%左右,其中15-24岁、25-34岁年轻人失业率均远高于整体失业率水平,15-24岁人口失业率一度飙升至10%左右。也就是说,虽然少子化、老龄化导致劳动力市场供给出现收缩,但经济下滑、资产负债表衰退带来的劳动力市场需求收缩的力度更大,导致劳动力市场供过于求,而年轻人成为最主要的受害者。

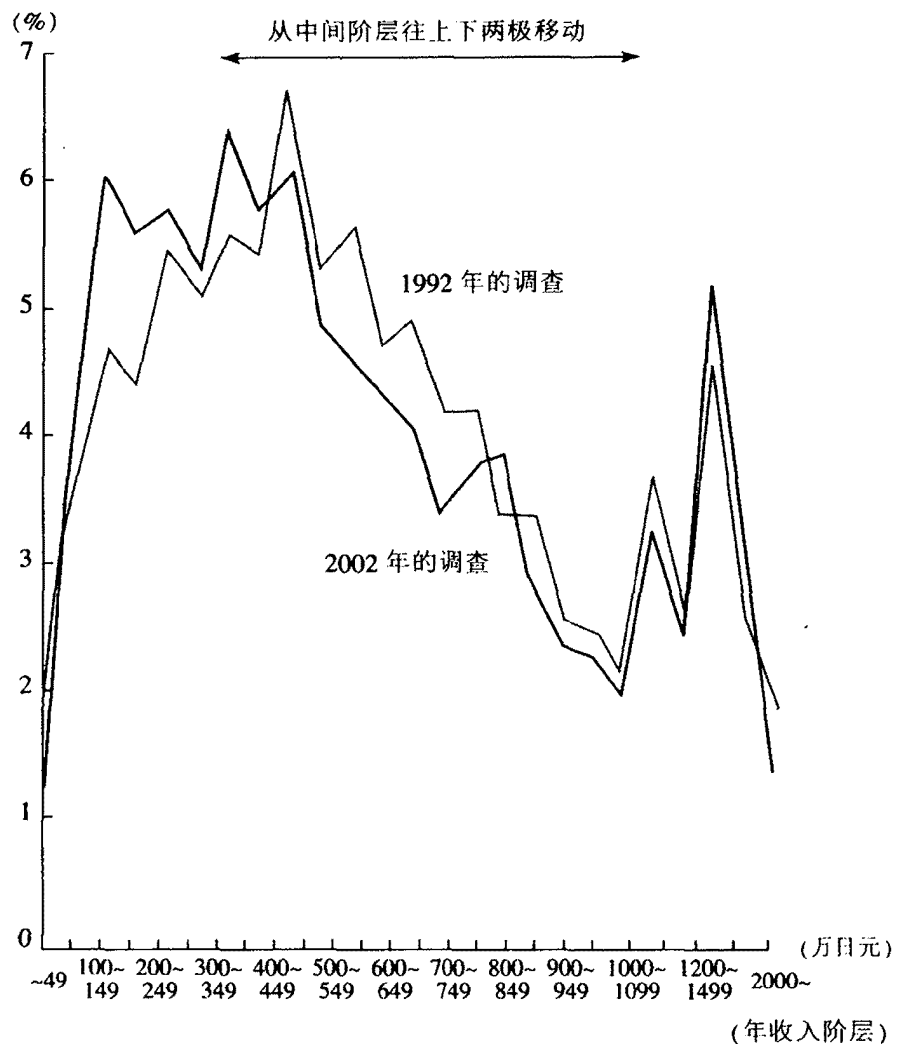
图24 日本各年龄段失业率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

收入结构恶化，M型社会到来。畸形的就业结构，使得收入结构也持续恶化。劳动人口中，中产阶级大量减少，收入阶层分布向低层和高层移动，呈现出了左右两边高峰、中间低谷的M型社会结构，其结果是国民收入两极分化，80%的国民沦为中低收入阶层。

图25 日本年收入阶层的家庭比例



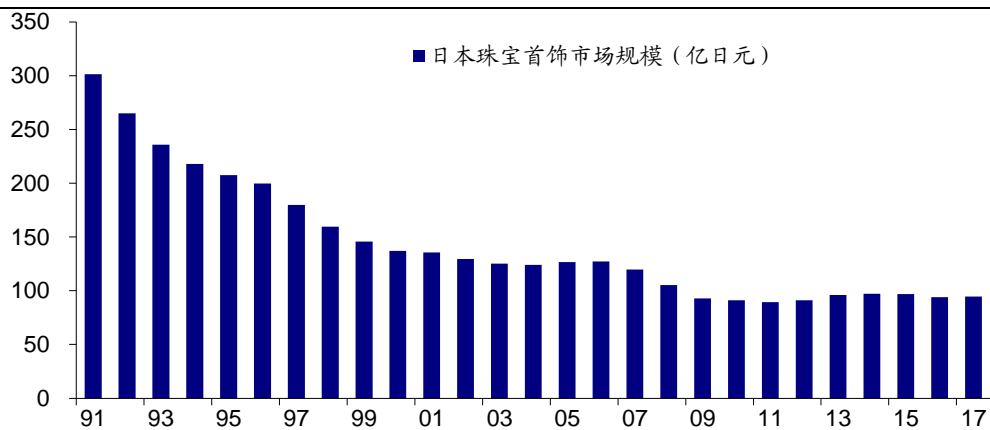
资料来源：大前研一《M型社会：中产阶级消失的危机与商机》，日本厚生劳动省，海通证券研究所

### 3.2 经济泡沫破灭，消费回归理性

作为追赶型经济体，日本在二战后曾先后经历了55-73年的高速增长期、73-90年的经济转型期，在这45年间，日本人均GDP、居民收入和消费都实现了可观的增长，再加上广场协议后日元大幅升值，最终形成了乐观的预期。但到了90年代，经济环境发生明显变化。一方面，地产泡沫破灭令居民资产负债表严重受损，居民的消费能力和信心均大幅受挫；另一方面，随着经济和收入的增长趋于回落，人均GDP、居民收入和消费增速均呈现“L”型，居民的消费理念也发生变化，从追求满足效用，转向追求性价比。具体表现在以下几个方面：

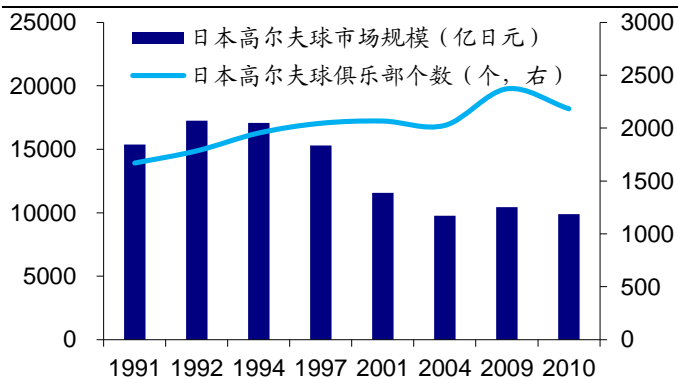
#### 一是奢侈消费见顶回落。

根据贝恩咨询的统计，95年日本奢侈品消费占到全球奢侈品市场份额的68%，但到了00年已降至不足30%，15年进一步降低至10%左右。根据日本矢野经济研究所的统计，日本珠宝首饰市场销售额曾从80年的106亿日元飙升至91年的302亿日元，但此后30年中持续收缩，目前已降至100亿日元左右。

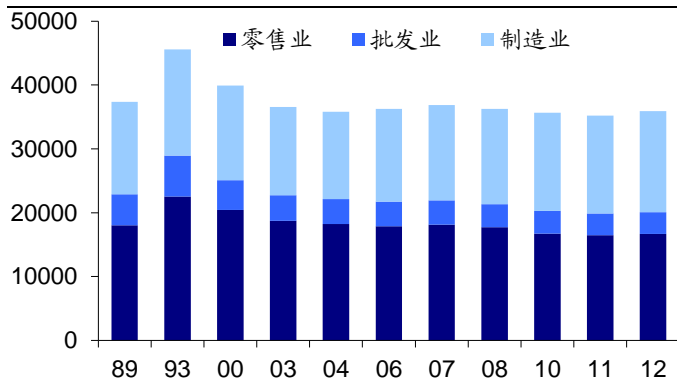
**图26 日本珠宝首饰市场规模(亿日元)**


资料来源：日本矢野经济研究所，海通证券研究所

作为运动领域的“奢侈品”，日本高尔夫球、滑雪市场规模同样出现了明显的收缩。日本高尔夫球市场规模在92年达到峰值1.73万亿日元，此后持续下行，降至1万亿日元左右。受高尔夫球和滑雪用品市场收缩影响，整个日本体育用品市场也开始呈现缩小的趋势，从93年顶峰时期的4.56万亿日元，探底至11年的3.52万亿日元。

**图27 日本高尔夫球市场规模、高尔夫球俱乐部个数**


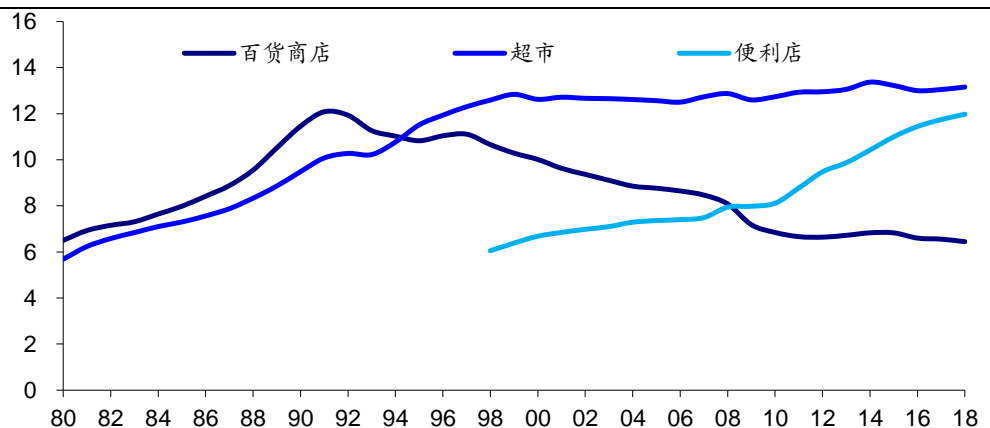
资料来源：日本经济产业省，海通证券研究所

**图28 日本体育用品产业市场规模(亿日元)**


资料来源：株式会社日本能率协会，海通证券研究所

## 二是传统消费低成本化。

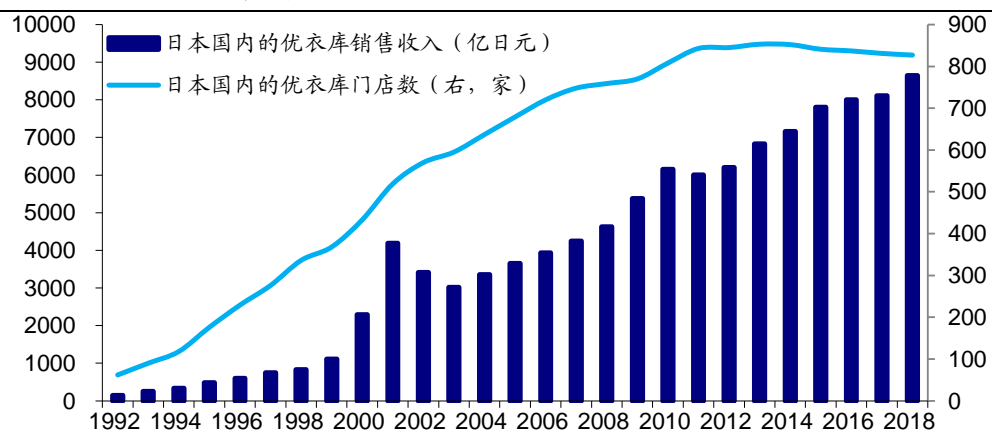
以零售为例，90年代以来，便利性更强、时间成本更低的超市、便利店，先后取代了百货店。百货店营业额在91年见顶下滑，并先后在95年、09年被超市、便利店所超越。目前百货店营业额已降至6.5万亿日元以下，超市营业额稳定在13万亿日元左右，而便利店营业额已达到12万亿日元。

**图29 日本百货商店、超市、便利店营业额(万亿日元)**


资料来源：Wind，海通证券研究所



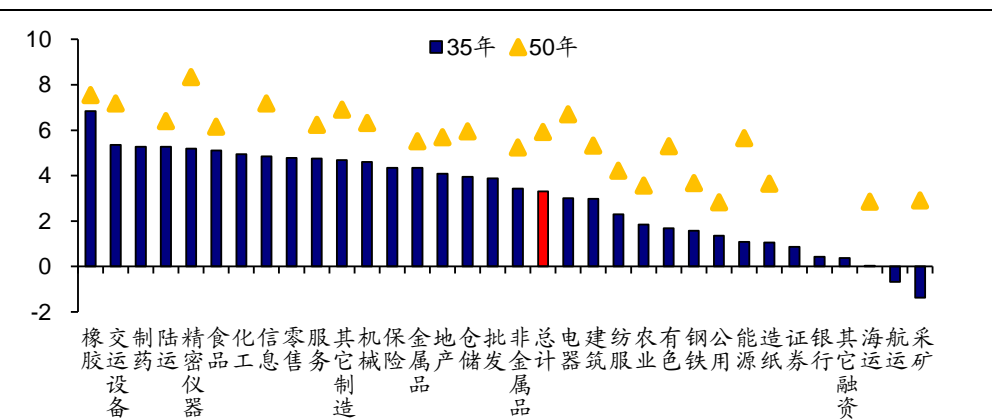
在传统消费领域，高性价比的品牌仍然维持了可观的业绩。纺织服装行业中的优衣库是典型代表。90年代以来，虽然日本经济深陷泥潭，但优衣库却实现了逆势扩张，从92年的62家门店、100亿日元销售额，激增至18年的827家门店、8600亿日元，营业额年均增速高达43.7%。

**图30 日本国内的优衣库销售收入、门店数**


资料来源：UNIQLO 官网，海通证券研究所

#### 4. 市场表现：消费稳健增长，必需优于可选

消费行业稳健增长，周期、金融表现不佳。同美国资本市场的情况一致，长期来看，日本股市中的消费行业，其股价涨幅也在市场中居于前列，和科技股交相辉映。在过去的近35年里，日本股价的年均涨幅约在3%，而与消费相关的医药、食品饮料等行业年均涨幅均超过5%，像零售、服务和批发等行业其股价涨幅也超过日本股市的平均水平。但以银行、证券为代表的金融股和以有色、钢铁为代表的周期股，年均涨幅尚不足2%，均拖累了日本股市的整体价格涨幅。

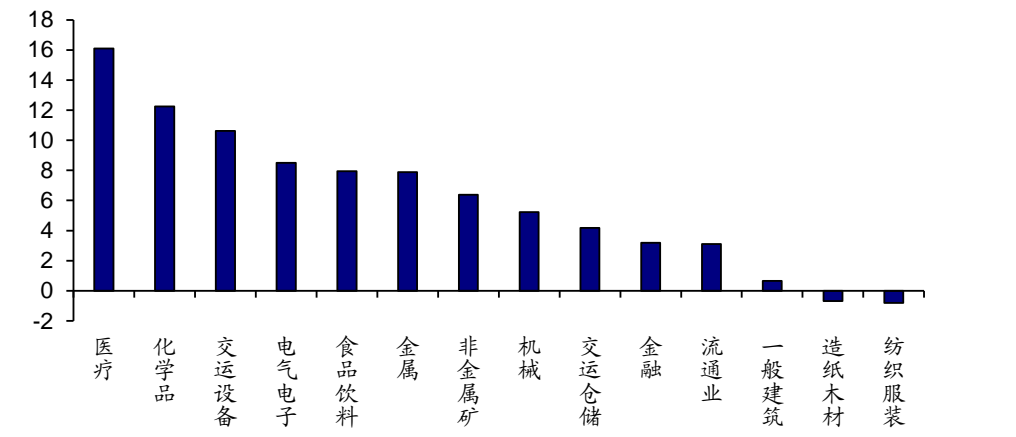
**图31 日本各行业股票价格在相应期间的年均涨幅 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所，50年为1968年-2018年期间，35年为1983年-2018年期间。

韩国情形类似日本，消费股价同样不弱。韩国资本市场的情况与日本颇为类似，在经历经济增速的换挡之后，消费股价格同样有着不弱的表现。如在2000年至2018年的18年间，韩国KOSPI股价指数涨幅中，排在前五位的医疗、电气电子和食品饮料均是同消费密切相关的行业，其年均涨幅均在8%以上，而像金融、建筑等周期性行业股价涨幅在全行业中殿后，年均涨幅均未超过4%。



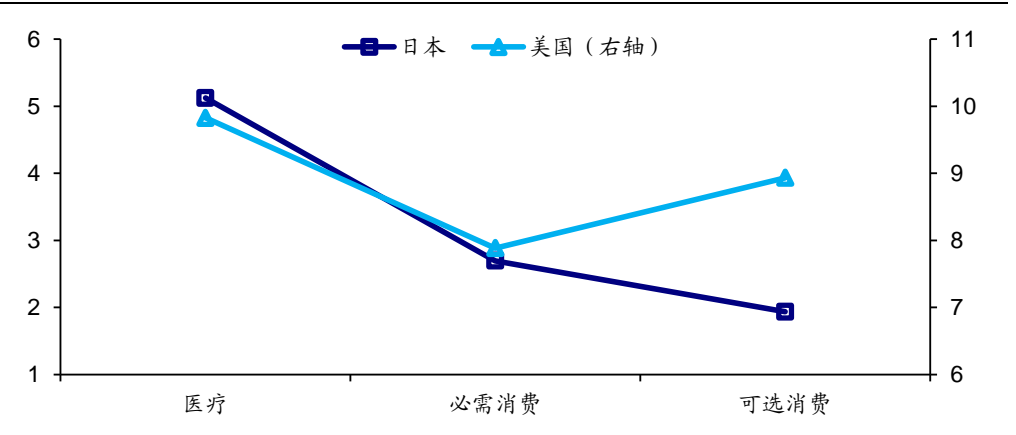
图32 韩国 2000 年-2018 年间 KOPSI 指数分行业年均涨幅 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

**必需消费优于可选，传统消费并不失落。**消费股内部的相对表现美国和日本两国有所差异。虽然两国消费股内部均是医疗行业领跑，但对于美国而言，可选消费的股价表现要好于必需消费，以标普 500 为例，其从 1990 年-2018 年间，必需消费行业股价年均涨幅 7.9%，而可选消费行业达 8.9%，要高出必需消费一个百分点。而日本的情况则不然，以 MSCI 日本指数为例，其从 1995-2018 年间，必需消费行业股价年均涨幅 2.7%，而可选消费行业仅有 1.9%，可见日本传统消费行业或许并不失落。

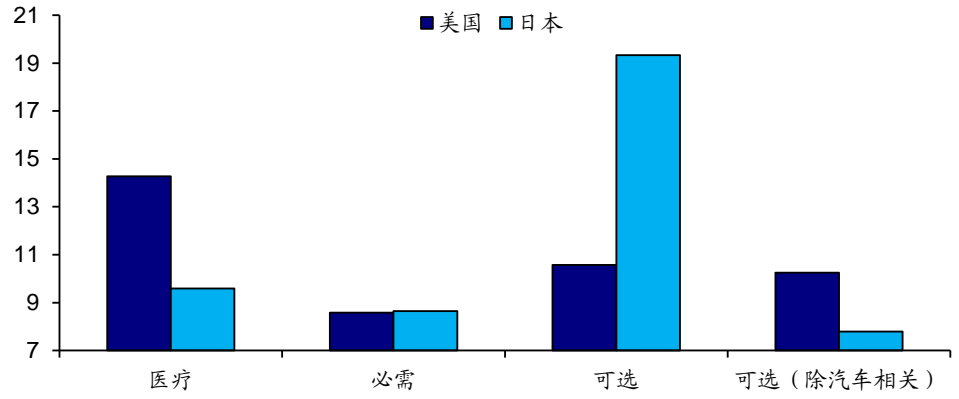
图33 美国和日本消费股内部行业涨幅情况 (%)



资料来源：Bloomberg，WIND，海通证券研究所。  
注：美国为 90-18 年标普 500 指数，日本为 95-18 年 MSCI 日本指数。

**可选全靠汽车支撑，必需消费不乏龙头。**具体到公司层面，美国和日本医疗相关领域优势也均明显，龙头公司聚集程度较高。而在必需与可选消费的对比上，虽然日本市值前 100 名的公司中可选消费类公司市值占到 19%，远超美国水平，但其实主要靠的是如丰田、本田、普利司通和斯巴鲁等汽车相关类公司的支撑，除去这些公司，可选消费公司市值占比仅有 7.8%，远不及美国的 10%，也低于必需消费的 8.6%。而日本的必需消费类公司中也不乏行业龙头，像花王、7-11 便利店和资生堂等公司被广大消费者所熟知。

图34 美国和日本市值前 100 名公司中行业市值分布占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所, 行业分类为 GICS 标准, 市值数据为 18 年最后一个交易日。

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队  
于博 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

 路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

**宏观经济研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
 联系人  
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

**金融工程研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
 联系人  
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

**金融产品研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
 陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
 联系人  
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
 吴其右 wqy12576@htsec.com

**固定收益研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
 联系人  
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
 周旭辉 zhx12382@htsec.com  
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
 联系人  
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

**中小市值团队**

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
 钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com  
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 联系人  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
 联系人  
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
 联系人  
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
 吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
 联系人  
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

**公用事业**

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 联系人  
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
 联系人  
 史岳 sy11542@htsec.com  
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
 谢茂莹 xmx12344@htsec.com

**互联网及传媒**

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
 联系人  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

**有色金属行业**

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
 联系人  
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 l f z11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z x j12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 z y x11631@htsec.com	<b>银行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com  
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
杜飞 df12021@htsec.com  
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
李婕 lj12330@htsec.com  
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com