

广场协议和日本“失去的二十年”：美日贸易战对中国的启示



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——川财投研看世界系列之六

核心观点

❖ 日本庞大的经济规模及强劲的经济增速以及美国经济滞胀是美国对日本发起贸易战的主要原因。

二战后日本庞大的经济规模及强劲的经济增速给美国带来了空前的压力。日本对外贸易顺差逐渐扩大，产品出口竞争力强，抢占了美国本土产品的市场。另一方面，美国经济自 20 世纪 70 年代进入“滞胀”时期，贸易逆差不断扩大，于是贸易战成为美国扼制日本经济发展的重要方式。

❖ 美日几次贸易战并未真正削弱日本的经济实力，但贸易战中广场协议的签订以及日本不当的应对，使日本经济陷入崩溃，最终导致“失去的二十年”。

美日之间这六次贸易战时间跨度超过四十年，均以谈判、签订贸易协议、日本自愿出口限制及日本自愿扩大进口、日本开放市场的方式解决。广场协议签订后，日本经济发生重大转折。日本为防止通货紧缩风险，采取过度宽松的货币政策。宽松的货币政策使大量资金流入日本股市和房地产市场，使日本股市和房地产出现大量泡沫，形成了“平成景气”的经济过热。1989-1990 年，日本央行开始实行紧缩政策，这促使日本的股市和房地产泡沫迅速破灭。从 20 世纪 90 年代初日本经济泡沫破裂到现在，日本经济恢复和发展仍不达预期。

❖ 广场协议签订之后，德国成功地避免了经济泡沫的产生，主要得益于德国稳健的货币政策、合理的产业结构以及大力发展欧洲经济贸易一体化。

德国的货币政策比日本更加稳健。德国对制造业和高科技行业的重视避免了经济往脱实向虚的方向发展，德国房地产和股票市场没有出现日本“平成景气”时的过热现象。德国致力于发展欧洲国家的经济贸易一体化，德国的贸易出口呈现出多元化，德国的主要出口国家较为分散，除美国以外，德国对法国、英国和意大利的出口份额也比较大。

❖ 中国应采取合理措施应对美国贸易战。

中国和日本在两次贸易战中既存在共同点和不同之处。中国应采取稳健的货币政策，坚持进一步的改革开放，不断推进产业升级来合理应对贸易战。

❖ 风险提示：美国贸易保护主义的升级，全球市场黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 海外研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2018/8/2

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

8610-66495901

chenli@cczq.com

联系人

王一棠

证书编号：S1100118050005

010-66495953

wangyitang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦
11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道
177 号中海国际中心 B 座 17
楼，610041

正文目录

一、美日贸易战的背景和原因.....	4
1.美国经济进入“滞胀”时期.....	4
2.二战后日本经济得到迅速恢复和发展.....	4
二、美日贸易战的发展.....	6
1.美日六次不同行业的贸易争端和日本的应对.....	6
2.日本的最终妥协-广场协议的签订.....	7
3.广场协议对日本经济的影响.....	8
3.1 日元升值和日本出口贸易衰退.....	8
3.2 日本股票和房地产市场泡沫的产生和破灭.....	9
3.3 日本整体经济严重衰退.....	11
4. 1991 年以来日本的经济恢复和发展措施.....	13
4.1 1991-2011 年日本的经济恢复和发展措施.....	13
4.2 2012 年后“安倍经济学”背景下日本的经济恢复和发展措施.....	14
三、经济危机的避免：德国政府对于广场协议的合理应对.....	15
1.德国稳健的货币政策.....	16
2.德国合理产业结构.....	17
3.德国致力推动欧洲经济贸易一体化.....	18
四、美日贸易战对中国的启示.....	19
1.中日两国在贸易战中的相同点和不同点.....	19
1.1 中日两国在贸易战中的相同点.....	19
1.2 中日两国在贸易战中的不同点.....	19
2.中国应采取合理措施应对美国贸易战.....	20
风险提示.....	20

图表目录

图 1:	1961-1980 年美国 GDP 增长率和 CPI 增长率 (%)	4
图 2:	1961-1980 年美国对外贸易差 (百万美元)	4
图 3:	二战后日本 GDP 增长率 (%)	5
图 4:	二战后日本出口占总体 GDP 的比例 (%)	5
图 5:	二战后日本对外贸易差 (百万日元)	5
图 6:	日本对美国贸易顺差 (千日元)	6
图 7:	日本对美国出口额占日本出口总额比重 (%)	6
图 8:	1983-1990 年日本贴现率 (%)	8
图 9:	1985-1991 年日本存款利率 (%)	8
图 10:	1981-1999 年美元兑日元汇率	9
图 11:	日本对外贸易顺差 (百万日元)	9
图 12:	日本对美国贸易顺差 (千日元)	9
图 13:	日本净出口对实际 GDP 增长的拉动 (%)	9
图 14:	1981-1999 年日本 M2 和 CPI 的增长速度 (%)	10
图 15:	1981-1999 年日本城市土地价格指数	10
图 16:	1981-1999 年日本住宅市场投资额增长率 (%)	10
图 17:	1981-1999 年日经 225 指数走势	11
图 18:	1981-1999 年日本实际 GDP 增长 (%)	11
图 19:	广场协议前后日本景气动向指数走势	12
图 20:	广场协议前后日本消费者信心指数走势	12
图 21:	1981-1999 年日本失业率 (%)	12
图 22:	1991-2011 年日本实际 GDP 增速和 CPI 增速 (%)	13
图 23:	1991-2011 年日本政府债务 (亿日元)	14
图 24:	2012-2017 年日本 GDP 增速和 CPI 增速 (%)	15
图 25:	2012-2017 年日本失业率 (%)	15
图 26:	2012-2017 年日本家庭平均收入 (日元)	15
图 27:	2012-2017 年日经 225 指数走势	15
图 28:	日本 65 岁以上人口占总人口比重 (%)	15
图 29:	1984-1991 年德国贴现率 (%)	16
图 30:	1984-1991 年德国存款利率 (%)	16
图 31:	德国 DAX 指数走势	16
图 32:	德国住宅用地指数	17
图 33:	德国新房价格指数	17
图 34:	1981-2017 年德国 GDP 增速和日本 GDP 增速 (%)	17
图 35:	制造业增加值占总增加值比重 (%)	18
图 36:	房地产增加值占总增加值比重 (%)	18
图 37:	专业、科技增加值占总增加值比重 (%)	18
图 38:	金融业增加值占总增加值比重 (%)	18
图 39:	1990-2017 年德国对欧美主要国家出口金额 (千欧元)	19

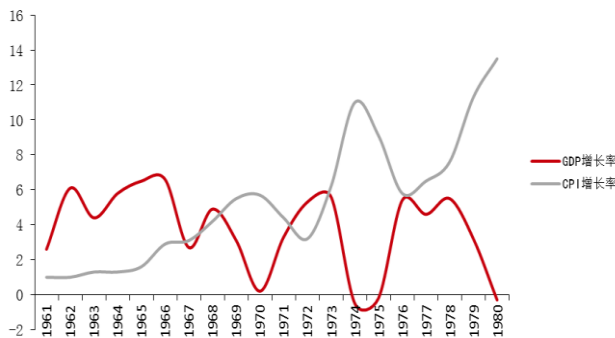
一、美日贸易战的背景和原因

二战后美苏争霸使日本成为美国制衡苏联的盟国，在美国给予日本大量政策优惠的刺激下，日本经济得到迅速恢复和发展，日本庞大的经济规模及强劲的经济增速给美国带来了空前的压力。日本对外贸易顺差逐渐扩大，产品出口竞争力强，抢占了美国本土产品的市场。另一方面，美国经济自 20 世纪 70 年代进入“滞胀”时期，贸易逆差不断扩大，于是贸易战成为美国扼制日本经济发展的重要方式。

1. 美国经济进入“滞胀”时期

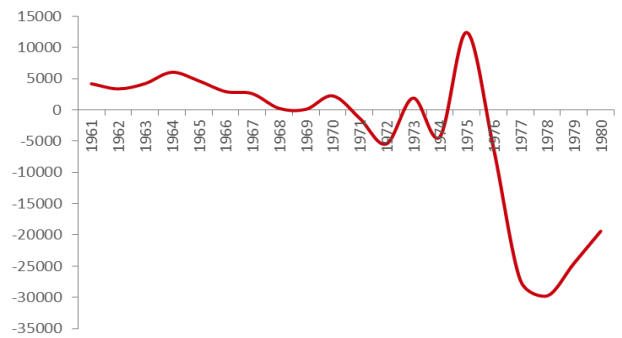
20 世纪 70 年代，中东战争的爆发导致了石油危机，美国经济陷入“滞胀”。这一时期美国经济特点是经济增长放缓和通货膨胀明显。1970 年美国 GDP 的增长率为 0.2%，1974 年和 1975 年美国 GDP 增长率已下降到了-0.5%和-0.2%，较 20 世纪 60 年代大幅降低。与此同时，美国通货膨胀日趋严重，1961 年美国 CPI 的增长率仅为 1%，而到 1974 年美国 CPI 增长率已达到 11%，到 1980 年美国 CPI 的增长率已高达 13.5%。1971 年，美国的对外贸易开始出现逆差，1978 年，美国对外贸易逆差扩大到 297.63 亿美元。

图 1： 1961-1980 年美国 GDP 增长率和 CPI 增长率(%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 1961-1980 年美国对外贸易差(百万美元)

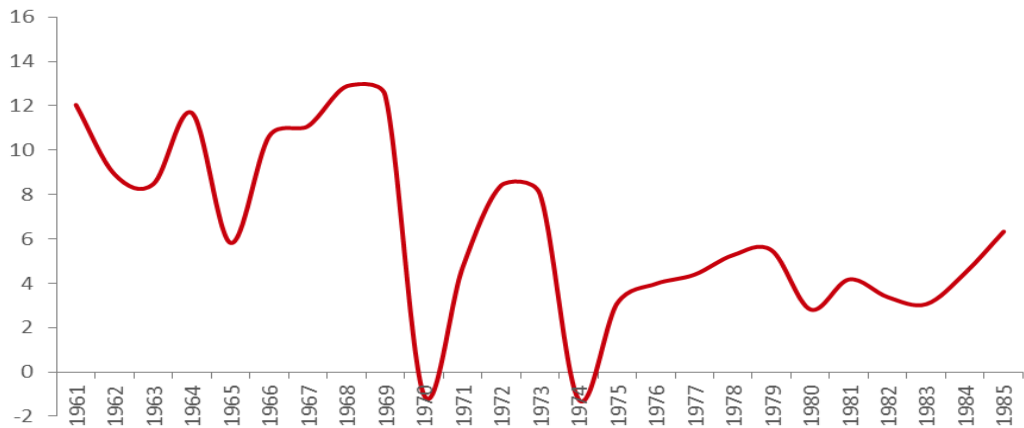


资料来源：Wind，川财证券研究所

2. 二战后日本经济得到迅速恢复和发展

二战后，日本的经济逐渐恢复。20 世纪 60 年代至 70 年代，日本经济进入高速发展时期。尤其是 1961-1969 年，日本 GDP 增速保持在 5.82%到 12.88%之间。

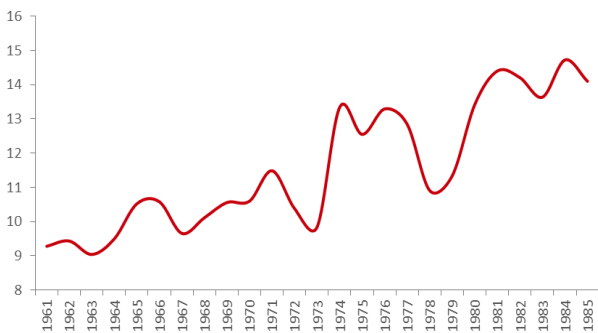
图 3： 二战后日本 GDP 增长率 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

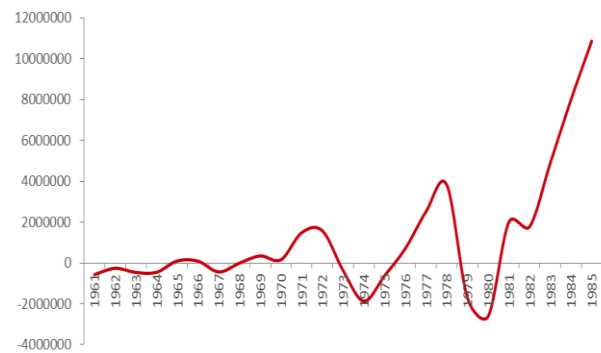
日本经济是出口导向型经济，日本出口占 GDP 总量的比例较高。1960-1979 年，日本的出口占日本 GDP 总量都在 9% 以上。1980 年开始，该比重还在不断上升，1984 年甚至达到了 14.72%。二十世纪 60 年代，日本对外贸易频繁出现逆差，但是 1971-1985 期间，除了 1973-1975 年和 1979-1980 年日本对外贸易出现逆差，其它大多数时间日本对外贸易均处于顺差。尤其是 1981-1985 年期间，日本对外贸易顺差急剧扩大，从 1981 年的 20048 亿日元扩大到 1985 年的 108707 亿日元，使 1985 年的贸易顺差增加到了 1981 年的 5 倍以上。

图 4： 二战后日本出口占总体 GDP 的比例 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

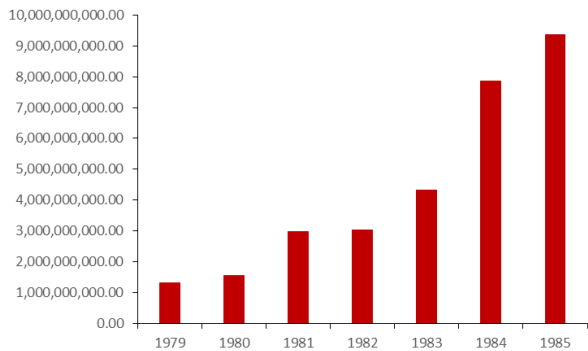
图 5： 二战后日本对外贸易差 (百万日元)



资料来源：Wind，川财证券研究所

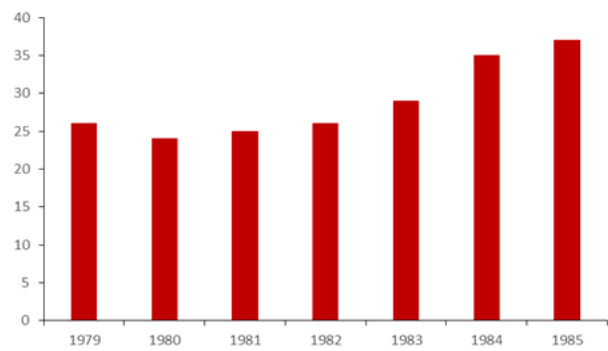
1979-1985 年，日本对美国的贸易顺差也逐步扩大。尤其是 1983 年以后，日本对美国的贸易顺差急速增长。1979 年，日本对美国的贸易顺差为 13158 亿日元，1983 年扩大为 43232 亿日元，1985 年已扩大到了 93693 亿日元。另外，日本贸易出口严重依赖于美国。1979 年，日本对美国出口额占了日本总体出口额 26%。到 1985 年，该比例已提升到 37%，日本出口对美国市场依赖程度不断加深。

图 6：日本对美国贸易顺差（千日元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：日本对美国出口额占日本出口总额比重 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

日本日益庞大的经济规模及强劲的经济增速使美国决定扼制日本的高速发展。再加上日本对外贸易顺差逐渐扩大，抢占了美国的市场。于是针对日本经济严重依赖于出口且出口市场对美国严重依赖的问题，美国通过发动贸易战来抑制日本经济竞争力。

二、美日贸易战的发展

1. 美日六次不同行业的贸易争端和日本的应对

根据金圣荣的《贸易战:全球贸易进化史》，早在 20 世纪五十年代，日本与美国在部分领域产生了贸易摩擦，日本通过适当的让步巧妙避免了贸易摩擦的升级。但随着日本出口竞争力逐渐增强和日本经济规模的扩大，美国对日本接连发起针对不同行业的贸易战。美日之间这六次贸易战持续时间超过四十年，均以谈判、签订贸易协议、日本自愿实施出口限制及日本自愿扩大进口、日本开放市场的方式解决。

(1) 20 世纪 50-70 年代纺织品行业贸易战

20 世纪 50 年代，由于日本纺织业产能过剩的情况日益加深，导致日本向美国大量出口低价棉纺织品，日本棉纺织品大量出口美国严重打击了美国本土的纺织业，导致了这一时期美日之间贸易摩擦。美日两国在纺织品行业的贸易摩擦最后以签订《1957 年日美纺织品协议》、《1962 年日美纺织品短期协定》、《1963 年日美纺织品长期协定》和 1972 年《美日纺织品贸易协定》而告一段落。

(2) 20 世纪 60 年代-70 年代钢铁行业贸易战

20 世纪 60 年代初，日本钢铁产量开始大幅超过美国。到 1969 年，美国从日本进口钢铁的需求量从 15% 上升到了 40%，造成了美国钢铁企业的恐慌。美国就钢铁出口多次和日本磋商，磋商的结果是日本自愿限制钢铁出口。美日钢

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

铁贸易战最终以双方签订《1968年日美钢铁产品协议》、《1976年美日特殊钢进口配额限制协定》等贸易保护协议的方式结束。

(3) 20世纪70年代彩电行业贸易战

彩电行业贸易战：20世纪60年代起，日本电视制造业发展迅速。随着日本电视机大幅占领美国市场和新款机型的不断推出，导致20世纪70年代美国对日本电视行业实行了反垄断措施。1977年美日达成协议，日本自愿对彩电进行限制出口。

(4) 20世纪70年代末-80年代汽车行业贸易战

汽车行业贸易战：20世纪70年代，日本汽车产量大幅增加。到1980年，日本汽车产量已位居世界第一。在日本对美国的贸易顺差中，日本出口的汽车占据了出口主力地位，导致了美日贸易摩擦不断。最后，汽车行业贸易战以双方签订《1981年日美汽车及零部件协议》、日本自愿限制出口、日本同意开放市场以及日企到美国直接投资的方式解决。

(5) 20世纪80年代-90年代初半导体行业贸易战

20世纪80年代以来，日本大规模出口低价芯片，严重打击了美国芯片市场，导致了美国采取一系列贸易保护措施。半导体行业贸易战最终以签订《1987年日美半导体协议》、限制日本出口产品价格等方式了结。

(6) 20世纪80年代-90年代中期电信行业贸易战

电信行业贸易战：20世纪80年代到90年代中期，美日之间的贸易战拓展到电信领域。之后美日之间实行了电信行业开放，打破了日本的电信贸易壁垒。美日之间几次不同行业的贸易战并未真正削弱日本的经济实力，但贸易战中广场协议的签订却严重打击了日本经济，使日本陷入“失去的二十年”困境。

2. 日本的最终妥协-广场协议的签订

1985年9月22日，美国、日本、联邦德国、英国和法国在美国纽约广场饭店签订广场协议。广场协议的内容包括抑制通货膨胀、减少贸易干预、扩大内需、干预外汇市场，使美元对主要货币汇率实行有序下调。美国、日本、联邦德国、英国和法国在广场协议中主要做出了五项关键承诺：实现无通胀基础上的均衡增长；缩小公共开支，减少政府需求占社会总支出的比例，转变经济增长方式，扩大内需和民间投资；推动金融和资本自由化以及汇率弹性化，提倡汇率应反映国家经济和全球经济的基本面情况；促进贸易开放，抵制保护主义；对于德国和日本的汇率而言，实施灵活管理的货币政策。其中，汇率政策是广场协议内容的关键点。根据广场协议，为加快金融和外汇市场的自由化程度，日本

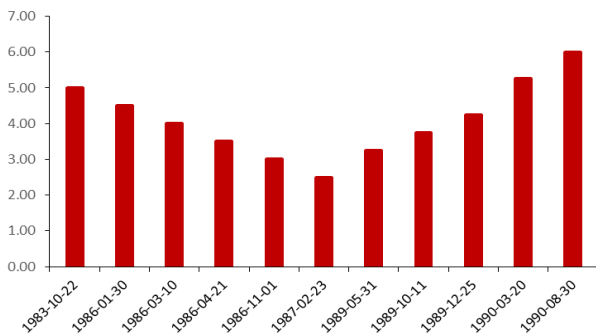
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

本政府需使日元变化充分反映日本经济的基本面。另外，德国政府和德意志银行也必须为有效率的货币市场和资本市场的发展提供框架。

3. 广场协议对日本经济的影响

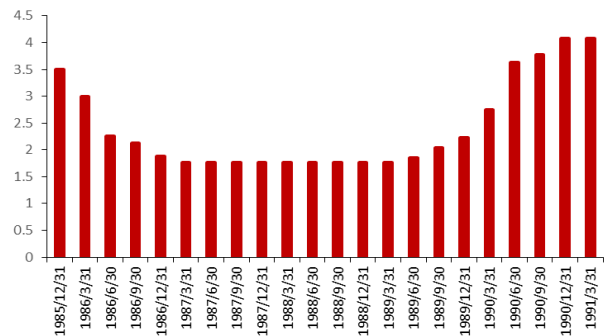
广场协议签订后，日本经济发生了重大转折。根据广场协议，日元大幅度升值，日元的升值打击了日本的出口贸易。另一方面，日本政府为防止通货紧缩风险，采取过度宽松的货币政策。广场协议签订后的两年里，日本政府5次下调贴现率，贴现率从1983年的5%大幅下调至1987年的2.5%，在短时间内快速下调了250BP。广场协议签订后，日本存款利率一路下调。日本存款利率从1985年底的3.5%下降到了1987年3月的1.76%。宽松的货币政策使大量资金流入日本股市和房地产市场，使日本股市和房地产市场过热，出现大量泡沫。1989-1990年，面对股市和房地产的资产泡沫，日本央行开始实行紧缩的货币政策，迅速将贴现率和存款利率上调。1989-1990年日本五次上调贴现率，1990年8月，贴现率上调至6%。另外，1990年12月，日本存款利率上升至4.08%。这促使日本的经济泡沫迅速破灭。

图 8： 1983-1990 年日本贴现率 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 1985-1991 年日本存款利率 (%)

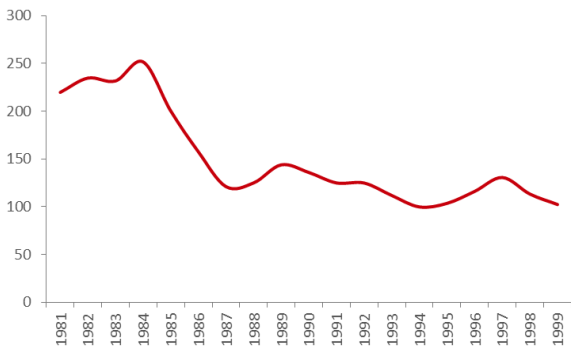


资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

3.1 日元升值和日本出口贸易衰退

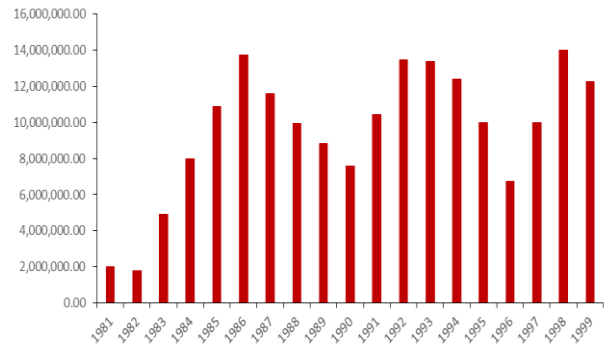
广场协议后，日元出现了明显的大幅升值。1985年底开始，美元兑日元汇率开始不断下降，从1985年12月的200.25下降至1991年的124.85。日元的升值使日本的对外贸易顺差开始减少。1987年开始，日本的对外贸易顺差开始缩小。日本的贸易顺差从1986年的最高点13.74万亿日元减少到了1990年7.6万亿日元，直到1998年日本对外贸易顺差才恢复到接近1986年的水平。

图 10： 1981-1999 年美元兑日元汇率



资料来源：Wind，川财证券研究所

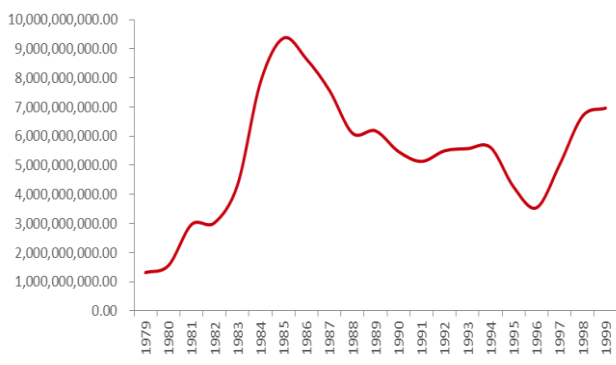
图 11： 日本对外贸易顺差（百万日元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

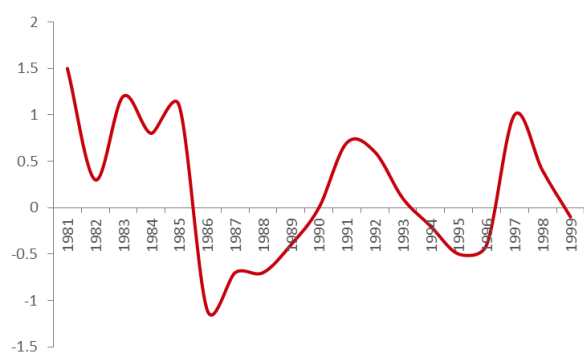
广场协议后，日元的大幅升值使日本对美国的贸易顺差呈现缩小趋势。1979-1985 年日本对美国贸易顺差一直呈现出不断扩大的趋势，而广场协议签订后，日本对美国的贸易顺差急速下降。1985 年日本对美国的顺差扩大到 93693 亿日元，而 1996 年日本对美国的贸易顺差已减少到 35461 亿日元。直到 20 世纪 90 年代末日本对美国贸易顺差减少的趋势才有所改善。另外，净出口对日本实际 GDP 同比增长的拉动在广场协议之后也出现了逆转。从 1986 年开始，净出口对日本实际 GDP 增长的拉动开始下降。1986 年净出口对日本实际 GDP 增长的拉动为-1.1%，较之前 1981-1985 年而言有明显下滑。1986-1989 年日本净出口对实际 GDP 增长的拉动保持在负值。尽管 90 年代初净出口对日本实际 GDP 增长的拉动有所回升，但 1994-1996 年以及 1999 年该值均为负数。

图 12： 日本对美国贸易顺差（千日元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13： 日本净出口对实际 GDP 增长的拉动（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

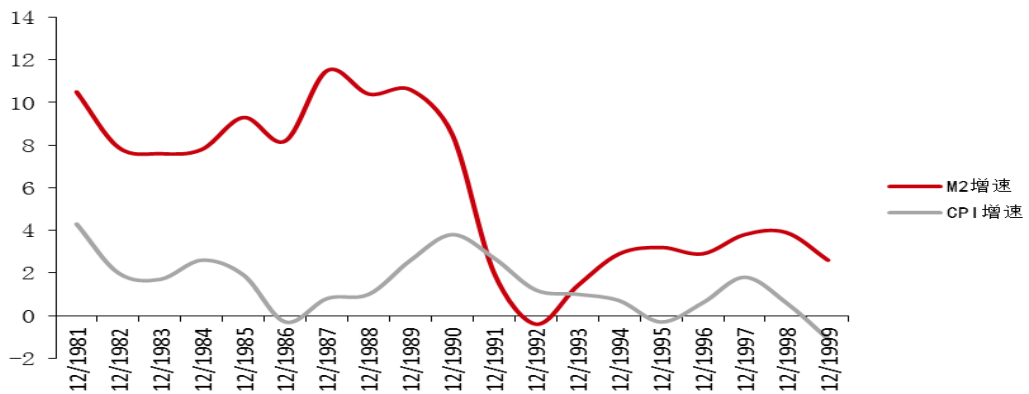
3.2 日本股票和房地产市场泡沫的产生和破灭

从 M2 和 CPI 的增长速度来看，1985 年广场协议签订以后，M2 增速大大高于 CPI 增速，这反映出超宽松货币政策带来的流动性增加并没有大量拉动消费增

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

加,大量的资金涌向了房地产或是资本市场。1985年12月,M2的增速为9.3%,而CPI的增速仅为1.9%。M2的增速大大高于CPI的增速的情形一直持续。1989年12月,M2的增速为10.6%,而CPI的增长速度仅为2.6%。直到1990年,当紧缩政策出台后,日本M2增速大大高于CPI增速的情形才逐渐改善。

图 14: 1981-1999 年日本 M2 和 CPI 的增长速度 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

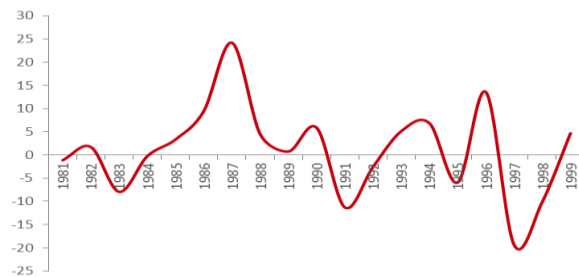
广场协议签订后,随着 1986-1987 年的货币宽松政策出台,日本大量的资金涌入了房地产市场。日本城市土地平均价格指数开始迅速上升,从 1985 年的 91.5 上升到 1991 年的 147.8。随着紧缩政策的执行,日本房地产泡沫破灭,日本土地价格迅速下降,到 1995 年日本城市土地价格指数已经下降到了 126.1。日本住宅市场投资额增长率的走势也反映了广场协议后日本房地产泡沫的产生和破灭。1986 年,住宅市场投资额增长率为 9.46%。1987 年,住宅投资额增长率甚至超过了 24%。但随着 1989-1990 年货币政策的收紧,房地产泡沫的挤出,住宅投资额增长率自 1991 年开始呈现负增长。

图 15: 1981-1999 年日本城市土地价格指数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 1981-1999 年日本住宅市场投资额增长率 (%)



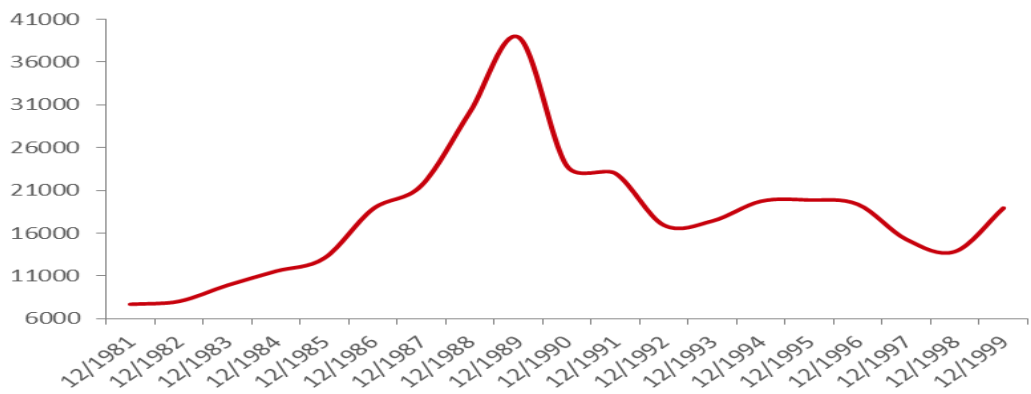
资料来源: Wind, 川财证券研究所

广场协议后,日本宽松的货币政策也使大量经济泡沫出现在了日本的股票市场。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从 1985 年 12 月到 1986 年 12 月，日经 225 指数从 13083 点上升到了 18821 点，上涨幅度超过了 5000 点。从 1987 年到 1988 年，日经 225 指数从 21564 点上涨到了 30159 点，上涨了超过 8000 点。到 1989 年底，日经 225 指数已经上升到了 38916 点的历史高位。自 1989-1990 年紧缩的货币政策实施以来，日本股票市场泡沫破灭，日经 225 指数开始进入急速下跌阶段。1990 年 12 月，日经 225 指数以 23849 点收盘，较 1989 年 12 月的 38916 点的高点下跌超过了 15000 点。到二十世纪 90 年代末，日本股市都处于萧条之中。

图 17： 1981-1999 年日经 225 指数走势

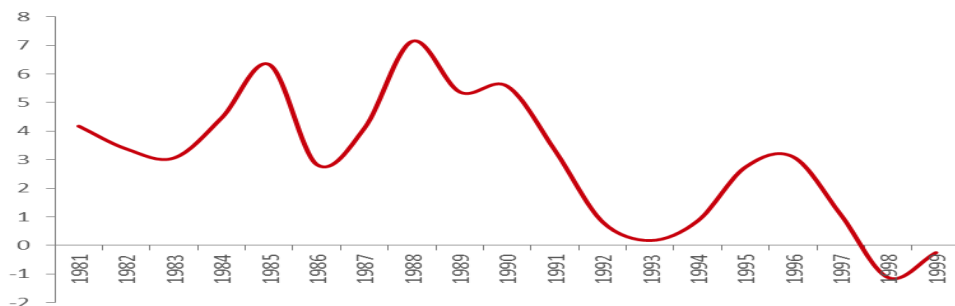


资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

3.3 日本整体经济严重衰退

经济泡沫的破灭使日本整体经济陷入严重衰退的局面。广场协议后，虽然日本 GDP 的增长率从 1985 年的 6.3% 下跌到 1986 年的 2.8%，随着之后日本超宽松货币政策的实施，大量资金涌入房地产和股票市场，日本进入“平成景气”这一经济过热时期。其中，1988 年日本 GDP 涨幅甚至达到了 7% 以上。随着 1989-1990 年的紧缩政策实施后，日本的经济泡沫破灭。从 1991 年开始，日本的 GDP 开始迅速下滑，到 1993 年，日本 GDP 增长率已跌到 0.17%。

图 18： 1981-1999 年日本实际 GDP 增长 (%)

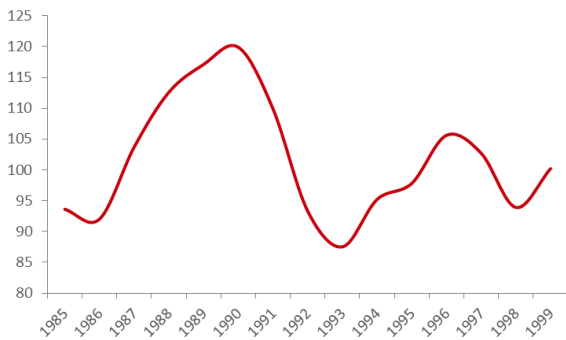


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

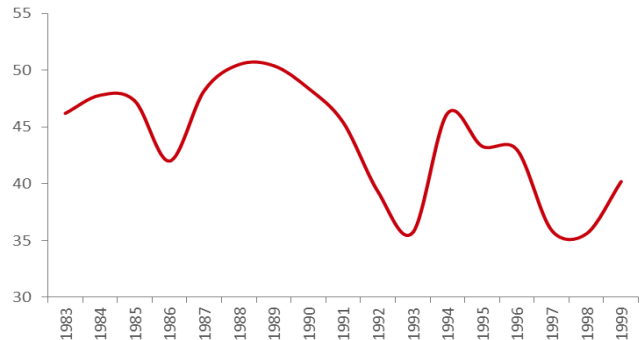
广场协议签订后，随着货币宽松政策的实施，“平成景气”时期的经济过热形成，这段时间日本景气动向指数开始急剧上升。1989年日本景气动向指数甚至达到119.9的高点。随着紧缩政策开始实施，日本经济泡沫破灭，大量企业破产，日本景气动向指数自1991年开始迅速下滑。1993年甚至最低跌到了87.5的低点。这一时期消费者信心指数也呈现相似走势，1987-1989年，宽松的货币政策使日本内需增大，消费者信心指数开始大幅上升，1988年达到50.5的历史高点。1989-1990年紧缩政策开始实施后，日本经济泡沫破灭，消费者信心指数开始大幅下滑。1993年消费者信心指数下跌至35.7的低点。整个20世纪90年代，日本的消费者信心指数都没有达到80年代中后期的高位。从失业率方面来看，20世纪90年代初，日本经济泡沫的破灭后，日本的失业率开始迅速飙升，从1991年的2.1%上升到了1999年的4.7%。

图 19： 广场协议前后日本景气动向指数走势



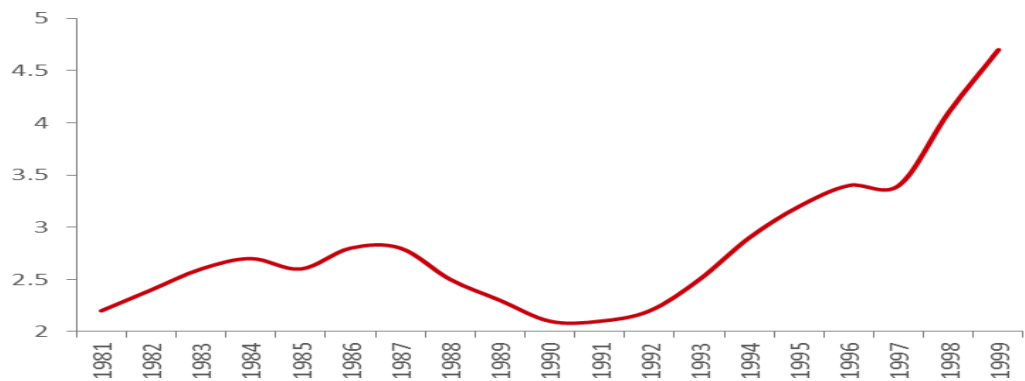
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20： 广场协议前后日本消费者信心指数走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21： 1981-1999 年日本失业率 (%)



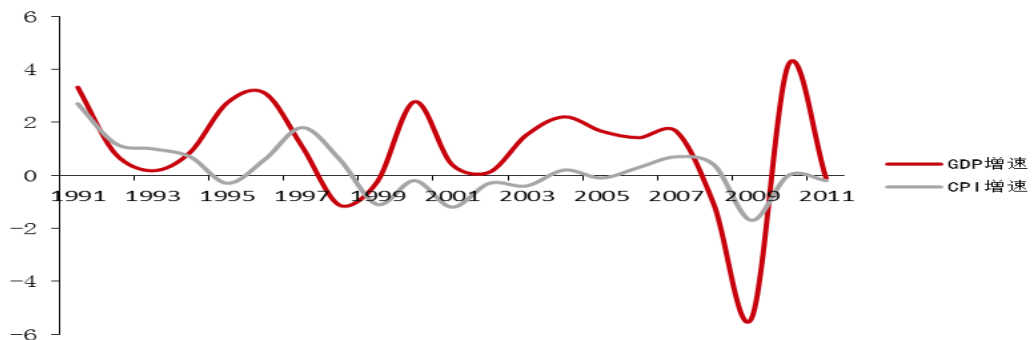
资料来源：Wind，川财证券研究所

4. 1991 年以来日本的经济恢复和发展措施

4.1 1991-2011 年日本的经济恢复和发展措施

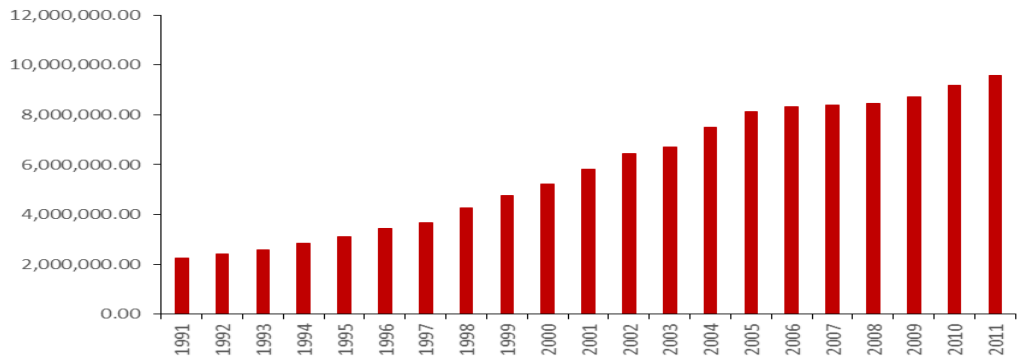
从 20 世纪 90 年代初日本经济泡沫破裂以来，一直到 2011 年，日本经济几乎一直呈现出低迷态势。虽然这一时期出台过紧缩政策，但以凯恩斯主义为主导的积极的财政政策和宽松的货币政策基本是这一时期的主流。在财政政策方面，日本政府出台了超过 20 次紧急经济对策，实施了 200 万亿日元以上的财政投资，导致政府债务数额庞大。与此同时，日本实行超宽松的货币政策。另外，经济危机爆发后的 1991-2011 年之间，日本政局陷入混乱，政权更迭频繁，除小泉纯一郎以外，其他首相的任命时间都较短，这极大地影响了经济政策制定和施行的连贯性和延续性。小泉内阁时期（2001-2006 年执政），日本实行新自由主义政策，政府推进规制缓和计划，加快国有企业民营化进程，增加企业的活力；进行财政结构的改革和减税政策；推出“金融再生计划”，增加中小企业的融资渠道，解决不良债权问题，调整产业结构。小泉内阁时期的政策一定程度上改善了日本的经济状况，推动了日本经济危机后经济的复苏。从整个 1991-2011 年日本经济政策的施行效果来看，虽然这一时期的日本经济依然处于持续低迷状态，但是基本较为稳定，虽然期间日本受到了 1997 年亚洲金融危机、2008 年全球经济危机、2011 年的大地震和福岛核电站核泄漏事件的冲击；整体来看，这一时期的日本经济增速仍然缓慢，通货紧缩特征明显，形成了经济低增长、物价低、政府负债高的经济局面。

图 22： 1991-2011 年日本实际 GDP 增速和 CPI 增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23： 1991-2011 年日本政府债务（亿日元）

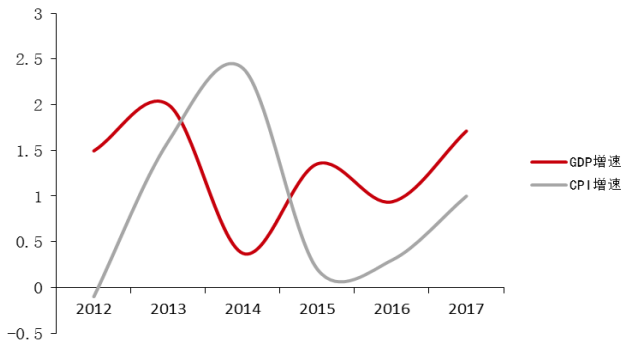


资料来源：Wind，川财证券研究所

4.2 2012 年后“安倍经济学”背景下日本的经济恢复和发展措施

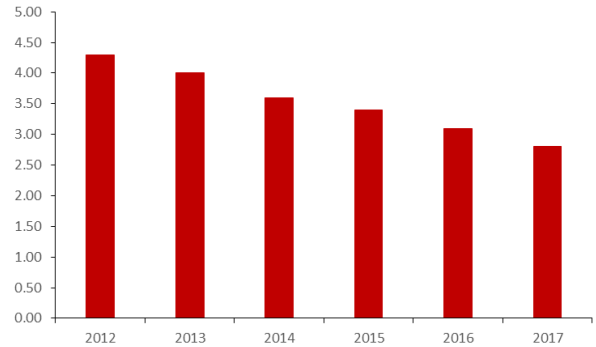
2012 年 12 月，伴随着安倍晋三上台，“安倍经济学”的三支箭成为恢复和发展日本经济的主导。这三支箭分别为：宽松的货币政策、扩大的财政支出和结构性改革。另外，安倍首相提出了三个目标：两年内实现通胀率提高 2%；2013-2020 年期间，实现年均实际 GDP 增长率 2%；到 2020 年基础财政收支实现盈余。“安倍经济学”短期内取得了一定收效。2013 年，实现了 2% 的实际 GDP 增长率。另外，安倍执政时期股市上扬，日经指数从 2012 年 12 月的 10395 点上升到 2017 年 12 月的 22765 点，失业率从 2012 年的 4.3% 下降到 2017 年的 2.8%，家庭平均收入从 2012 年的 1178 万日元上升到 2017 年的 1211 万日元。但是“安倍经济学”依然没有达到恢复和发展的日本经济预期。虽然 2014 年 CPI 增长了 2.4%，但是 2015-2017 年 CPI 不超过 1%，没有达到“安倍经济学”设定的通胀率提高 2% 的目标。2013 年，日本实际 GDP 实现了 2% 的涨幅，但是 2014-2017 年实际 GDP 的增长率只在 0.37% 到 1.71% 之间波动，没有实现平均 2% 的实际 GDP 增长率。2015 年 9 月，安倍晋三又提出了“安倍经济学”的新三支箭。新三支箭的目标是到 2020 年日本实现 600 万亿的 GDP 总量；其次是改善年轻人的待遇和实现稳定就业，达到理想生育率 1.8 的目标；第三是延长寿命，提升养老看护环境，目标是护理离职率为零。安倍的新三支箭针对的是日本经济发展的核心阻力——人口结构问题，但这个日本人口结构问题短时间难以逆转。2015 年，日本 65 岁人口占总人口的比例已达到 26%。日本人口老龄化带来的经济结构性失衡和需求不足极大地影响日本经济的恢复和发展，但是短期内传统的经济刺激政策难以解决这一问题。

图 24： 2012-2017 年日本 GDP 增速和 CPI 增速(%)



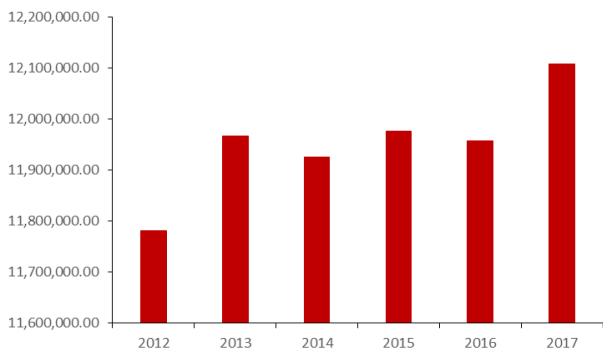
资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 25： 2012-2017 年日本失业率 (%)



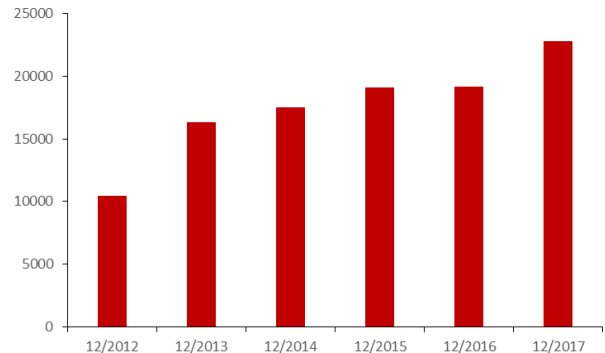
资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 26： 2012-2017 年日本家庭平均收入 (日元)



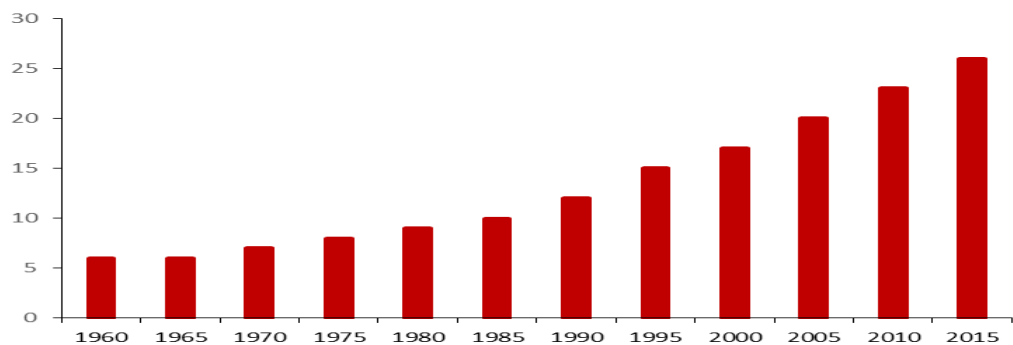
资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 27： 2012-2017 年日经 225 指数走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

图 28： 日本 65 岁以上人口占总人口比重 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

三、经济危机的避免：德国政府对于广场协议的合理应对

德国也签订了广场协议，但是德国的经济发展没有出现日本“失去的二十年”的困境。德国成功地避免了广场协议后的经济泡沫产生，主要得益于德国稳健

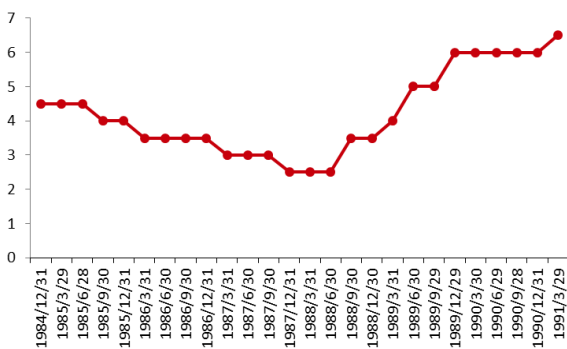
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

的货币政策、合理的产业结构以及德国大力发展欧洲经济贸易一体化。

1. 德国稳健的货币政策

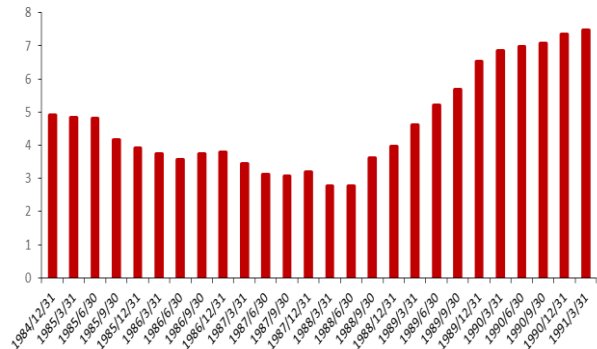
广场协议签订后，德国也开始下调贴现率，但是德国的货币政策较日本来说更加稳健。1986-1987年德国也曾3次下调贴现率，贴现率从1985年12月的4%降到1987年12月的2.5%，下降幅度为150BP，小于日本250BP的下降幅度。仅过了一年，德国的贴现率又开始上调。1988-1991年，贴现率从1987年12月的2.5%上升到1991年3月的6.5%。另外，德国稳健的货币政策也体现在银行存款利率上。虽然广场协议后，德国的银行存款利率开始下降，到1988年6月已降为2.78%，但是1988年9月开始，德国的银行存款利率开始持续上升。1991年3月，银行存款利率已上调至7.47%。德国稳健的货币政策避免了热钱流入资本市场。从德国DAX指数的走势来看，1985-1991年德国DAX指数从1366点稳步上升到1578点，并没有出现日经225指数的大幅上涨情况。德国股市的这轮涨幅一直持续到1999年，中途没有出现1991年之后日本股票市场急速大幅暴跌的局面。

图 29： 1984-1991 年德国贴现率 (%)



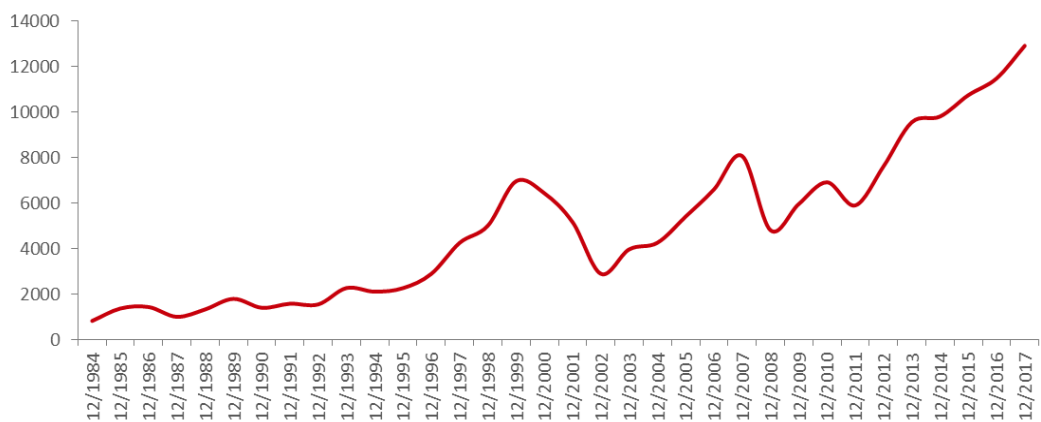
资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

图 30： 1984-1991 年德国存款利率 (%)



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

图 31： 德国 DAX 指数走势

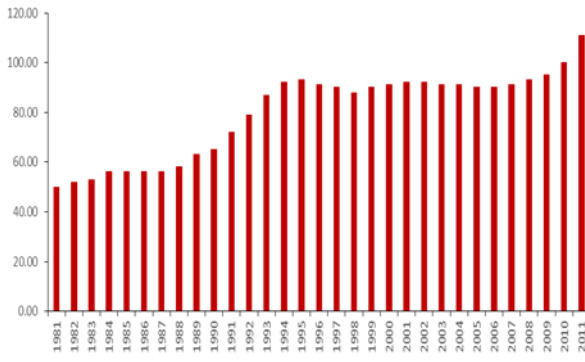


资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

从房地产行业来看，1985-1991年之间，德国住宅用地指数在56到72之间，本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

该指数走势较为平稳，1991 年以后也没有出现大幅下跌情况。德国新房价格指数在广场协议前后也基本保持平稳，1985-1991 年，德国住宅用地指数仅从 79 上涨到了 85，1991 年以后也基本保持平稳。广场协议也使德国马克有一定幅度的升值，使 90 年代初的德国经济增长受到了一定影响，但是德国稳健的货币政策使德国避免了日本“平成景气”时期经济泡沫的产生，之后的近二十多年里，德国经济增长在大多数时间内比日本表现更好。

图 32： 德国住宅用地指数



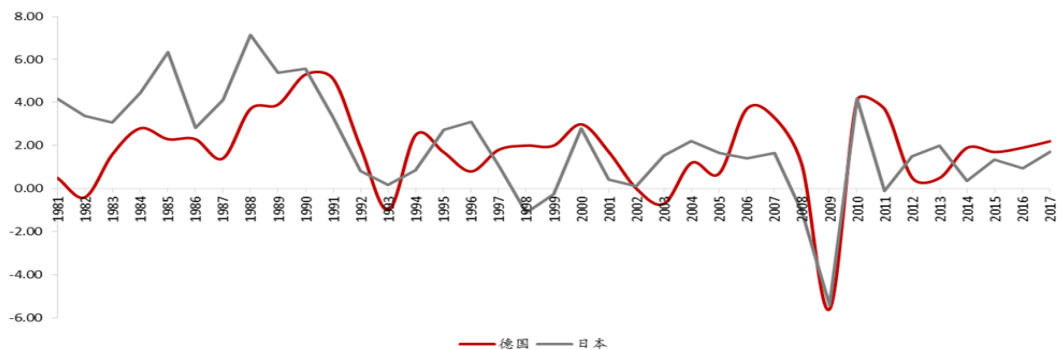
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33： 德国新房价格指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34： 1981-2017 年德国 GDP 增速和日本 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

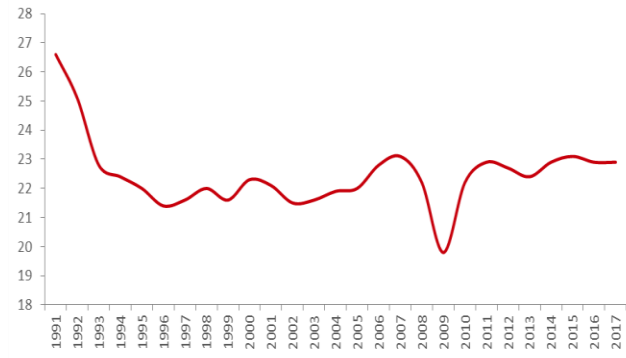
2. 德国合理产业结构

德国合理产业结构使德国没有出现 90 年代初日本经济泡沫破灭的情况。德国政府非常重视产业结构调整，利用财政开支促进新兴产业的发展，积极推动企业的研发，使制造业以及专业、科技行业在国家整体经济地位中占据重要地位。除了 2009 年受经济危机的影响德国制造业略有下滑之外，1991-2017 年德国制造业增加值占总增加值的 20% 以上。而这一时期房地产增加值占总增加值的比重不超过 12.5%，德国制造业增加值的比重大大超出房地产增加值比重。专业、科技行业增加值占总增加值的比重自 1991 年以来就维持在 9% 以上，而同一时期金融业增加值占总增加值的比重却一直维持在 6% 以下。由此可见，德国非常重视实体经济的发展。德国对实体经济发展的重视使德国避免了经济往脱

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

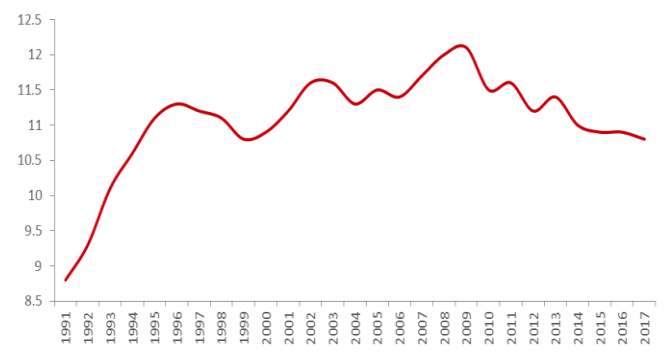
实向虚的方向发展，德国房地产市场没有出现日本的过热现象，避免了经济泡沫产生。

图 35： 制造业增加值占总增加值比重 (%)



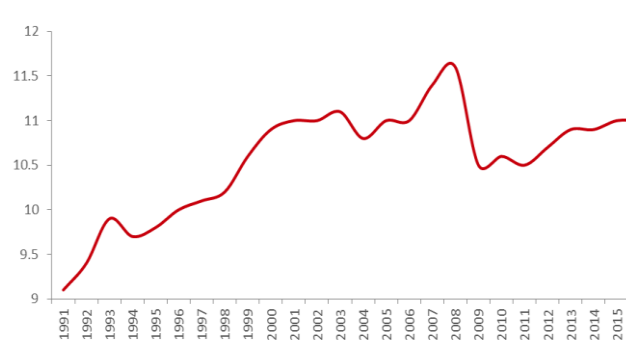
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36： 房地产增加值占总增加值比重 (%)



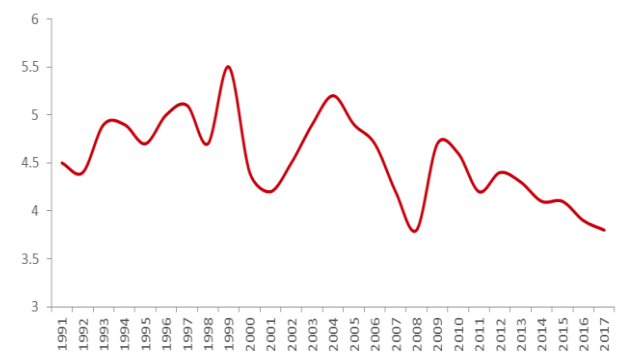
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 37： 专业、科技增加值占总增加值比重 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 38： 金融业增加值占总增加值比重 (%)

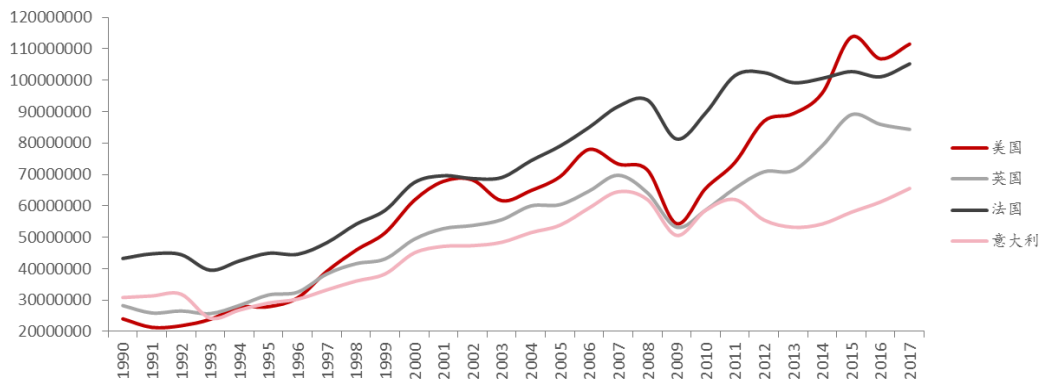


资料来源：Wind，川财证券研究所

3. 德国致力推动欧洲经济贸易一体化

德国大力发展欧洲经济贸易一体化使得德国避免了出现曾经日本对美国出口市场过度依赖的情况。二战后，德国致力于推动欧洲国家的经济贸易合作，从欧洲煤钢共同体、欧洲原子能共同体和欧洲经济共同体到欧洲共同体，再到欧盟的建立，德国均发挥了重大作用。欧洲经济贸易的一体化促使德国的出口市场呈现多元化。和广场协议前美国是日本的主要出口国不同，德国的主要出口国家较为分散，除美国以外，德国对法国、英国和意大利的出口份额也非常大。

图 39： 1990-2017 年德国对欧美主要国家出口金额（千欧元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

四、美日贸易战对中国的启示

1. 中日两国在贸易战中的相同点和不同点

1.1 中日两国在贸易战中的相同点

中日两国在两次贸易战中的国际经济总量排位、贸易地位、经济转型局面和产能转移方面相似。首先，美日贸易战期间，日本是全球第二大经济体，并且日本的经济保持高速增长：1970 年，日本超过当时的西德成为全球第二大经济体。签订广场协议的 1985 年，日本 GDP 的增长率为 6.2%。而 1985 年美国经济总量约占世界的 32%，日本的经济总量约占全球的 10%，日本经济总量约达到美国经济总量的三分之一。中美贸易战期间，中国也是全球第二大经济体。2017 年中国的 GDP 已达到美国 GDP 的 60% 以上，2017 年中国的 GDP 增长率为 6.9%，经济发展速度较快。另外，两次贸易战中，中国对美国贸易顺差和日本对美国的贸易顺差都处于持续扩大的阶段。2017 年，中国对美国的贸易顺差已经扩大到 3752 亿美元。除此以外，日美贸易战时，日本处于产业结构升级的关键时期，日本日益强大的高科技产业使日本对美国出口的高科技产品不断增长。这次中美贸易战中，中国也处于产业结构转型时期。中国在 2016 年发布了《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，政府大力推进产业结构升级。

1.2 中日两国在贸易战中的不同点

首先，日本房地产在广场协议签订后进入泡沫快速增长阶段，中美贸易战时期中国已开始控制房价，政策已经从“去杠杆”阶段进入到“稳杠杆”。另外，20 世纪 80 年代，世界贸易组织（WTO）还没有成立，美日贸易战中美国很多单边贸易行为不能受到有力的制约。中美贸易战时期，美国单边贸易政策会受到 WTO 的约束。此外，日本属于美国的战略盟国，在军事安全上日本依赖于美国，所以日本容易在中美贸易战中向美国的单边条约妥协。而中国一直以来都坚持走独立自主的道路，中国和美国之间不存在任何依附关系。面对美国的单边贸易

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

条约，中国的处理方式有别于日本。中美两国之间的出口贸易结构与美日贸易战时期美国和日本之间的出口贸易结构不同。日本对于美国的贸易依存度较高，美国和日本贸易出口结构相似度较大。中美贸易之间更多的是一种互补关系。

2. 中国应采取合理措施应对美国贸易战

2018年以来，美国对中国采取的贸易保护主义措施不断升级。中国应吸取日本在美日贸易战中的教训，采取合理有效的措施来应对贸易战。

(1) 采取稳健的货币政策避免泡沫产生

鉴于日本在广场协议后，日本政府实施的不合理的宽松货币政策带来了大量经济泡沫，中国应该控制好货币政策的松紧，对于货币政策的实施要保持谨慎的态度。相对稳健的货币政策能防止经济脱实向虚，较好地降低经济泡沫出现的几率。

(2) 坚持进一步的改革开放

中国要坚持进一步改革开放，尽可能地促进海外贸易出口市场的多元化。美日贸易战时期，日本的贸易出口严重依赖于美国，这使美国更容易打击日本的出口贸易。中国应大力拓展在更多海外市场的贸易出口，同时可以通过海外直接投资来应对贸易壁垒。

(3) 不断推进产业升级

广场协议后，德国通过产业升级和提高科学技术来推动经济发展。而日本则有大量资金涌入房地产和股票市场，实体经济没有得到合理的发展。中国应该吸收日德的教训和经验，进一步推进科技发展，推动产业升级。

风险提示

美国贸易保护主义的升级，全球市场黑天鹅事件。

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003