

日美贸易摩擦的细节复盘与历史镜鉴

—战略国别研究日本篇之一—



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 研究借鉴上个世纪美国对日本贸易战的国际形势、施压手段、筹谈判码，以及不同时期日本政府的斗争策略、日本企业的成败经验，都对目前中国应对贸易摩擦有一定参考价值。本文主要复盘当时日美贸易摩擦的攻防切磋，从中汲取成败经验，以供投资者加深对全球宏观形势演进的理解。
- 从 50 年代到 90 年代的美日贸易摩擦，是作为全球头号大国的美国，与在经济、科技、产业竞争力上不断挑战自己的日本之间的一场世界霸主与崛起国家的综合国力较量。形式上主要以贸易争端为主，叠加汇率战、科技战、情报战、舆论战相结合的整体博弈。美日摩擦分为几个阶段：
- 1、50-60 年代，主要以纺织品为代表的古典式摩擦。

这一阶段的特点是偶发性、个别产业内的局部摩擦，是二战前美日摩擦的延续，主要集中于纺织品为代表的低端制造业上，日本的 GDP 仅占美国的 10-15%，总体上美国依然对日本占据贸易顺差。贸易摩擦由个别企业、行业协会发起，再经由美国政府之手对日本产生效力。通过日方不断签订“自愿出口限制”来缓解摩擦。

- 2、70-80 年代初，大范围、跨行业、高频率摩擦。

日本进入高速发展阶段，GDP 总量达到美国的 30-40%。从 1971 年开始，美国对日本出现持续性、不断扩大的贸易顺差，80-85 年初甚至达到年均 233.8 亿美元，因此发生贸易摩擦的行业也逐步扩大，从纺织品延伸到钢铁、彩电、数控机床、汽车、半导体等。

面对日本产业攻势，美国政府开始主动与产业合作，对日本发起频繁的贸易摩擦，主要通过出口限额、加征关税、设定最低价、强制来美设厂等方式进行。

- 3、1985-1995，包括汇率、科技、经济结构、舆论、情报在内的全方位博弈。

这一阶段日本 GDP 总量已经占到美国的 50% 以上，美国国内对日本经济挑战的威胁的认知，已经超过不断衰退的苏联。1985-1990 年美国对日本的逆差达到每年平均 496.6 亿美元，大约占到美国整个逆差的 50%。

美国逐渐难以容忍逆差规模的扩大，政界和企业界认为仅依靠堵住日本出口已经是治标不治本，开始寻求日本汇率升值，以及整个经济结构的调整（1985 年广场协议、1990 美日结构性障碍协议、1995 年美日经济框架对话），美日摩擦达到顶峰。

- 直到克林顿第二个任期，随着日本经济的衰退、出口占比的下降，以及美国进入信息时代带来的高速发展红利，美日之间的经济和产业差距再度扩大，双方的贸易摩擦逐渐退潮。
- 在日本高度发展中，其出口导向的生产方式、政府指导的“倾斜性发展模式”、全套型产业结构和“舰队护送”的间接融资方式给日本的腾飞提供了强有力的竞争条件。
- 但随着美日贸易摩擦加剧，日本模式的内生性缺陷也逐步体现，例如领导层更迭过快，缺乏长期战略思考与政策连续性；没有横向打破部门利益壁垒；对美国高度依赖，经济也无法独立；缺乏外部市场对冲美国发起的摩擦等。

风险提示

- 美国政府发起新的贸易摩擦风险。

报告发布日期

2018 年 09 月 28 日

证券分析师

孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S086051805000

联系人

曹靖楠

021-63325888-3046

caojingnan@orientsec.com.cn

相关报告

海外观察：日美贸易战中的企业危机与应对 2018-09-28

2000 亿美元关税加征对中美的产业影响 2018-09-21

透过两份拟加税清单看中美贸易摩擦 2018-06-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

一、美日贸易摩擦的时代特征与细节盘点.....	3
1955-1969：主要以纺织品为代表的偶发性摩擦	4
1970-1985：摩擦领域向中高端制造业升级.....	6
典型代表一：钢铁	7
典型代表二：彩电	8
典型代表三：汽车及零部件	8
典型代表四：半导体	9
1985-1995：进入贸易、汇率、技术领域的全面摩擦阶段	11
1、里根政府时期：系统化市场开放（MOSS）	13
2、老布什政府时期：结构性障碍协议谈判	13
3、克林顿政府时期：日美经济框架对话	15
二、日本的竞争优势与固有缺陷.....	17
1、日本产业模式的竞争优势.....	17
2、日本模式的固有缺陷	19
1、领导层更迭过快，缺乏长期战略思考与政策连续性	19
2、门阀森严，没有横向打破部门利益壁垒	19
3、政治、外交、安全领域对美国高度依赖，经济也无法独立	20
4、缺乏外部市场对冲美国发起的摩擦	21
风险提示.....	22

一、美日贸易摩擦的时代特征与细节盘点

日美贸易摩擦是作为全球头号大国的美国，与在经济、科技、产业竞争力上不断挑战自己的日本之间的一场世界霸主与崛起国家的综合国力较量。随着日本国力提升，其发展模式引发了美国的担忧。双方作为盟友，在政治、安全领域并无根本冲突，因此**主要是贸易战为主，叠加汇率战、科技战、情报战、舆论战相结合的整体博弈**。美日摩擦分为几个阶段：

1) 50-60 年代，主要以纺织品为代表的古典式摩擦。这一阶段的特点是偶发性、个别产业内的局部摩擦，是二战前美日摩擦的延续，主要集中于棉纺织品为代表的低端制造业上，但总体上美国依然对日本占据贸易顺差。贸易摩擦由个别企业、企业协会发起，再经由美国政府之手对日本产生效力。

2) 70-80 年代初，大范围、跨行业、高频率摩擦。从 1971 年开始，日本对美国出现持续性、不断扩大的贸易顺差，顺差规模在 60 年代一般是几亿美元，70 年代达到几十亿美元，80-85 年初甚至达到年均 233.8 亿美元，因此发生贸易摩擦的行业也逐步扩大，从纺织品延伸到钢铁、彩电、数控机床、汽车、半导体等。面对日本产业攻势，美国政府开始主动与产业合作，对日本发起频繁的贸易摩擦，主要通过出口限额、加征关税、设定最低价、强制来美设厂等方式进行。

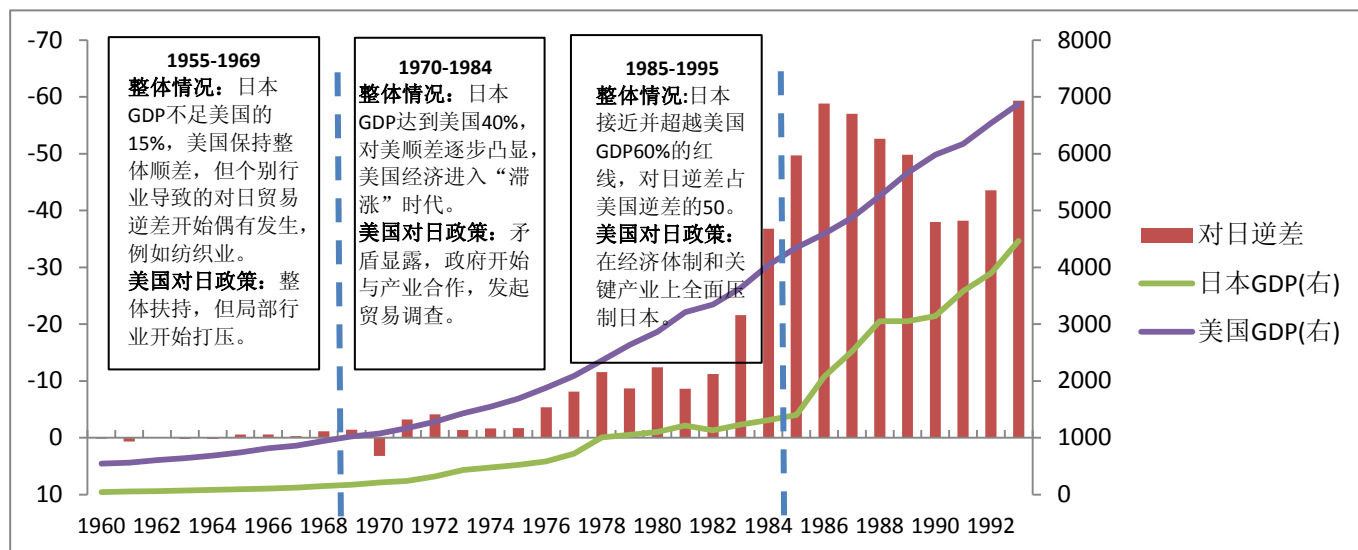
3) 1985-1995，包括汇率、科技、经济结构、舆论、情报在内的全方位博弈。这一阶段美国对日本的逆差达到每年平均 496.6 亿美元，大约占到美国整个逆差的 50%，美国逐渐难以容忍逆差规模，政界和企业界认为仅依靠堵住日本出口已经是治标不治本，开始寻求日本汇率升值，以及整个经济结构的调整（1985 年广场协议、1990 美日结构性障碍协议、1995 年美日经济框架对话），美日摩擦达到顶峰。

表 1：不同时期贸易摩擦中美日两国主要领导人与摩擦类型、涉及产业范围

	代表人物	类型	涉及范围
1950-1969	尼克松 vs 佐藤荣作	个别行业间的古典式行业摩擦	纺织品
1970-1985	福特 VS 三木武夫 卡特 vs 铃木善幸	多行业、大范围、高频率摩擦	纺织品、彩电、钢铁、汽车、半导体
1985-1995	里根 vs 中曾根康弘 克林顿 vs 细川护熙	各个领域、包括经济体制的全面摩擦升级	汽车、半导体等关键领域，甚至包括汇率、投资规定、经济结构、市场体制在内

数据来源：《日美贸易摩擦与日本产业结构调整》，东方证券研究所

图 1：美日 GDP 总量、美对日贸易逆差（单位：十亿美元）和美日经贸关系转变



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

1955-1969：主要以纺织品为代表的偶发性摩擦

美日各自所处阶段: 战后初期，美国是真正的全球性超级大国，GDP占全球一半，掌握最先进的科学技术与人才，同时处于贸易顺差。而日本处于战后恢复期，GDP尚未超过美国的15%，主要产业都处于积累、追赶的位置，只有纺织服装行业，由于低成本劳动力的优势，开始不断对美出口，冲击了美国纺织行业。类比中国，从产业机构、经济总量的对应情况，比较接近1980-2000年左右中国的发展阶段。

日本国内产业情况: 二战结束初期(1945-1965年)，此时日本主要采用“倾斜生产方式”，该模式集中资源优先恢复能吸纳大量劳动力的轻工业生产，发挥日本战前遗留的工业基础优势，并充分利用美国单边开放的市场，工业在国民收入中所占比例迅速提高。本阶段日本出口以低端制造为主。尽管纺织业等对美出口迅速增加，对美国纺织行业造成冲击，但总量来看日本对美国一直都处于逆差状态，对美国个别产品的冲击不能造成实质性威胁。

美国对日政策: 作为战争时期的敌方，美国初期试图削弱、遏制日本经济恢复。但随着冷战激化，尤其是朝鲜战争的爆发，使得美国决定复兴日本工业，利用日本的工业力量作为反苏的“防波堤”，借助“朝战特需”向日本增加大量订单，日本工业迅速复苏，出口激增。

总体而言，美国希望日本具有一定的工业基础，从而能够承接产业转移的方向和为美国制造业提供消费市场。

主要摩擦领域: 这个阶段，纺织品、食品、陶瓷、玩具等价格低廉的轻工业制品在美国行销，尤其是以棉、毛、丝为代表的纤维产业发展迅速，大举进入美国市场，引起价格低廉，引起了著名的“1美元衬衫事件”。1955年起，美日开始了关于劳动密集型产品的摩擦。

表 2：50-60 年代美日贸易摩擦概况

	美国	日本
代表人物	肯尼迪、尼克松	池田勇人、佐藤荣作
本国发展阶段	超级大国，在大部分产业领域占据绝对优势	从经济恢复进入高速增长，劳动密集型轻工业占据主导

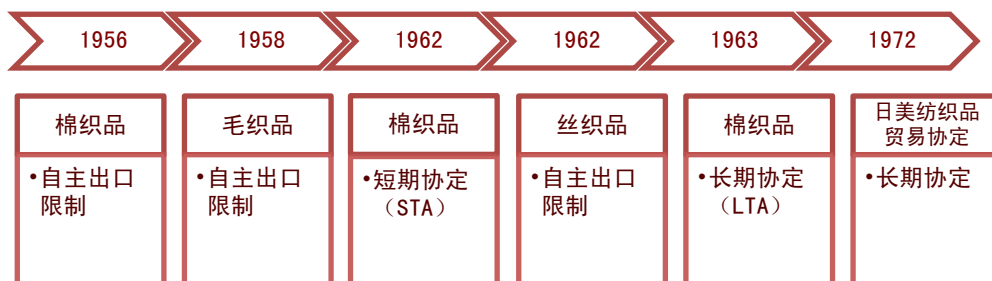
战略目标	初期限制日本再工业化，朝鲜战争爆发后利用日本工业力量实现反苏	采取倾斜生产方式，重点发展基建、重振工业
贸易摩擦概况	总体扶植为主，个别行业摩擦，甚至将冲绳领土归还与摩擦挂钩	单边依赖美国资金和出口市场，对美国要求大多采取服从

数据来源：Library of Congress，东方证券研究所

美国施压手段：1961年的肯尼迪总统和1968年的尼克松总统是对日采取高压的代表人物，尤其是尼克松，在谈判过程中，他将贸易摩擦与领土谈判联系起来。在1969年7月的日美贸易和经济联合委员会会议上，美国代表暗示美国将会把日本纺织业进口自主限制与冲绳的归还问题挂钩，被日本国内称为“以丝换绳”。

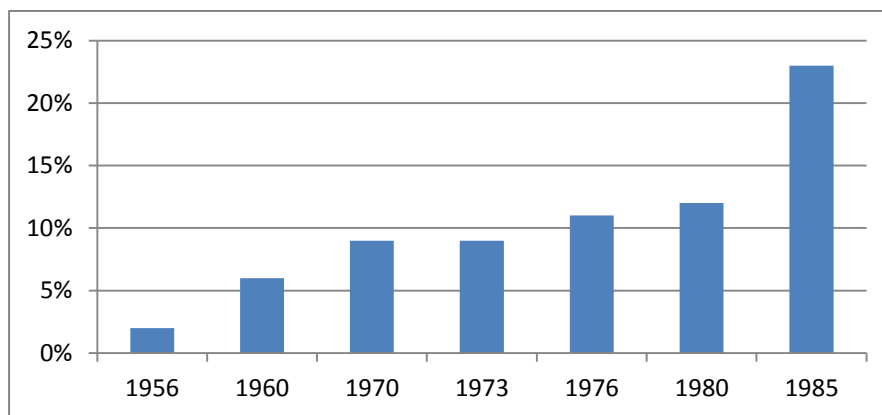
日本应对手段：由于日本对美国的依赖比美国对日本的需要高得多，加上日本向美一边倒的“吉田路线”（在安全上单边依赖美国保护），日本在经济贸易中处于不平衡位置，谈判筹码较少，大多情况下对美国的要求采取配合，难以与美国发生剧烈冲突，基本接受了美国提出的不平等要求，例如自主出口限制等。这一阶段总体而言日本与美国贸易摩擦处于克制的状态。

图 2：50-60 年代最具代表性的纺织品摩擦



数据来源：Library of Congress，东方证券研究所

图 3：尽管受到自主出口限制影响，日本纺织品在美国的市占率依然不断提高



数据来源：通产省日本工商业调查，东方证券研究所

1970-1985：摩擦领域向中高端制造业升级

美日各自所处阶段：美国陷入越战泥潭，经济进入“滞胀”，发展趋缓，日本进入高速发展期，尽管遭遇两次“石油危机”冲击，但日本借此机会完成了产业升级，逼近了与美国之间的差距。

这一阶段日本 GDP 总额占到美国的 35%-40%，同时对美出口构成稳定的顺差，美国产业界和工人对日本生产的钢铁、汽车、彩电等产品的反感逐步增强。

日本国内产业情况：进入 70 年代，日本经济摆脱战后状况，工业实现均衡发展。大体上仍采取“倾斜生产方式”的主要内容，集中力量发展重工业，并逐步向高新技术领域攀升。除了轻纺工业迅速发展，重化工业更是取得长足进步，除了传统的钢铁行业以外，在彩电、半导体、汽车等领域都对美国逐渐占据优势，在美国市场攻城拔寨，70 年代后先后成为摩擦重点。在这个阶段，双方贸易摩擦频发，贸易冲突也由钢铁、纺织等少数领域转向新兴制造业前沿阵地的争夺，在这一阶段日本对美出口主要具有以下几个特点。

1、70 年代初期，日本重化学工业所占比例超过 50%，与美国处于同一水平线上。日本逐渐由劳动密集型向技术密集型产业过渡，并在科技含量上对美国取得领先地位。根据美国预估，在 12 个新兴产业中，日本在包括商业产品等 5 个领域中相较美国处于领先地位。

2、日本的产品具有外向型、集中型特点，即产品大量用于出口、出口产品集中在某些领域。日本对美国出口的特定产品最高占到美国类似产品进口的 20% 甚至 30% 以上，如 1977 年美国进口彩电 22.7% 为日本制造，1982 年半导体更是占到了 60%，容易引起美国社会恐慌。

3、20 世纪 70 到 80 年代，日本对美国贸易顺差不断增加，从 1966 年到 1970 年，日本贸易顺差只有每年平均不到 4 亿美元，然而在 1971-1975 年，日本贸易顺差迅速扩大到 24 亿美元，1976 年-1980 年年均 87 亿美元，到了 80 年代初年均达到 284 亿美元。

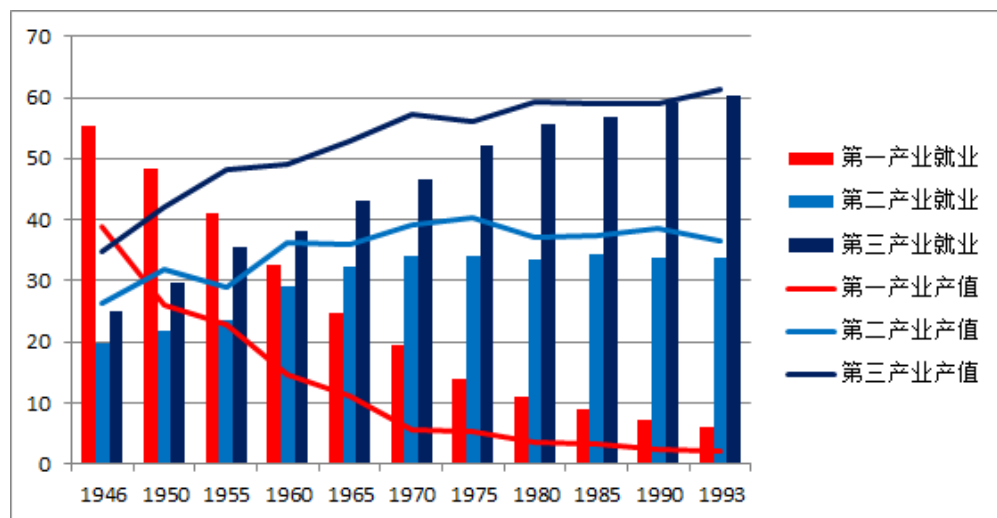
美国国内产业情况：美国自战后长期执行需求管理政策，政府局限于市场总需求，通过操纵财政和货币政策来调控经济，但对于具体的行业和企业，联系不够紧密。面对日本采取的通产省引导产业政策方向、银行业护航输血、有目标地提高国际竞争力的发展模式相比，逐渐落于下风。

同时，由于美国举债消费的习惯逐步形成，储蓄水平较低，投资不足，无法与日本高储蓄、高投资、迅速扩张的追赶模式直接竞争。例如钢铁行业在战后初期美国还占据绝对优势，但到了 70 年代技术上已经落后于日本钢铁企业，大批美国钢厂破产。

主要摩擦领域：在半导体、汽车等领域，美国企业通过行业协会的方式“抱团取暖”，对日本政府施压。与此同时，美国在优势领域要求日本“门户开放”的呼声更加强。在电信、零售、农产品等领域要求日本对美国产品加强准入。

美国对日政策：在日本的强烈冲击下，美国在半导体、汽车等有关国计民生的核心领域受到威胁，并在高新技术上感受到竞争压力，先后出台“超级 301 法案”、强化“反倾销法”，美国与日本摩擦程度加剧，妥协空间变小。

图 4：日本政府有意的倾斜生产方式下，制造业（第二产业）就业、产值占比（单位：%）迅速提高



数据来源：直松忠博《日本的选择》，东方证券研究所

表 3：70-80 年代美日贸易摩擦概况

	美国	日本
代表人物	吉米·卡特、罗纳德·里根	铃木善幸、中曾根康弘
本国发展阶段	陷入越战泥潭，经济进入滞涨，贸易逆差显现，开始全球收缩	成为西方世界第二经济体，关键产业上紧追美国
战略目标	阻止日本在关键产业的赶超，减少日益严重的逆差	实现产业升级，在关键技术领域赶超美国，长期保持大额顺差
贸易摩擦概况	政府主动与产业合作，政商一致对日施压，摩擦领域向重工业、高新技术转移	软硬结合，大体上配合美国要求，但与产业配合，尽可能抵消摩擦的影响

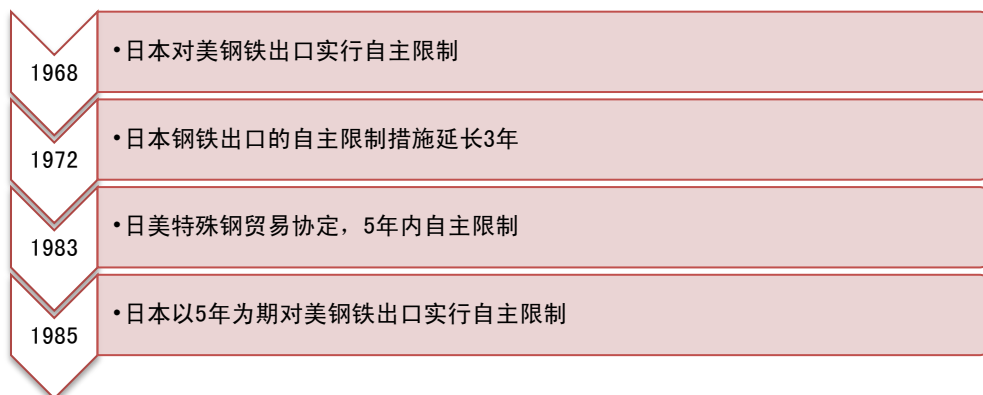
数据来源：Library of Congress，东方证券研究所

典型代表一：钢铁

在钢铁产业，由于日本采取了氧气顶吹转炉、连续铸锭、计算机控制等，竞争力强于美国，到 1965 年，日本钢铁已经占到美国进口总量的 43.9%，1968 年占到 50% 以上。

美方对日本钢铁提出了出口限制要求，主要经历了三个阶段：

- 1) 从 1968-1974 年，经过美日多次协商，日本承诺一次性对美钢铁出口减少 20%，且未来增速限制在 5% 以内。
- 2) 到 1978 年，美国开始采取最低限价制度（又称价格扳机制度），不允许日本低于美国成本价进行倾销。
- 3) 由于日本钢铁价格上涨，虽然美国进口量没有增加，但逆差却进一步扩大。因此美国对若干种特殊钢进行限制，1983 年起对薄钢板、带型钢等提高关税并与 1983 年 10 月通过《日美特殊钢贸易协定》、1984 年 10 月通过《钢铁进口总和稳定法》，规定外国钢铁产品在美国占有率只能在 17%-20.2% 以内，此后日美钢铁贸易基本受到两国管理。

图 5：美日钢铁产业摩擦与签订协议历程


数据来源：Library of Congress，东方证券研究所

典型代表二：彩电

日本家电行业最初以引进美国技术为主，但到了 70 年代转而向美国出口，70 年代中期占美国进口彩电比重的 90% 以上，整体市占率也达到 20% 以上。

1975 年，美国“彩电产业保护委员会”以价格倾销、政府补贴等“不公平贸易习惯”，要求对日本进行调查。1977 年 5 月，日本主动与美国签订《日美彩电协定》，从 1977 年 7 月开始 3 年内，出口控制在 175 万台以内（其中制成品 156 万台以内、半成品 19 万台以内）。

此后为了避免与美国的贸易摩擦，日本开始将彩电生产线转移到美国本土，到 70 年代末，日本在美国生产的彩电已经超过日本本土的彩电出口。

典型代表三：汽车及零部件

战后日本汽车产业开始发展，经过一些改良和创新项目，例如转子发动机、三元催化剂空气净化技术、看板生产管理方式等，实现了日本汽车生产技术和经营管理领域的领先。1970 年后半期，日本对美出口汽车不断增加，1978 年达到 152 万辆、1980 年达到 192 万辆，在 1980 年代日本汽车已经占美国进口汽车的 80% 比重。尤其是其低油耗、高性能的特点，让两次石油危机后告别低油价时代的美国消费者更加青睐。

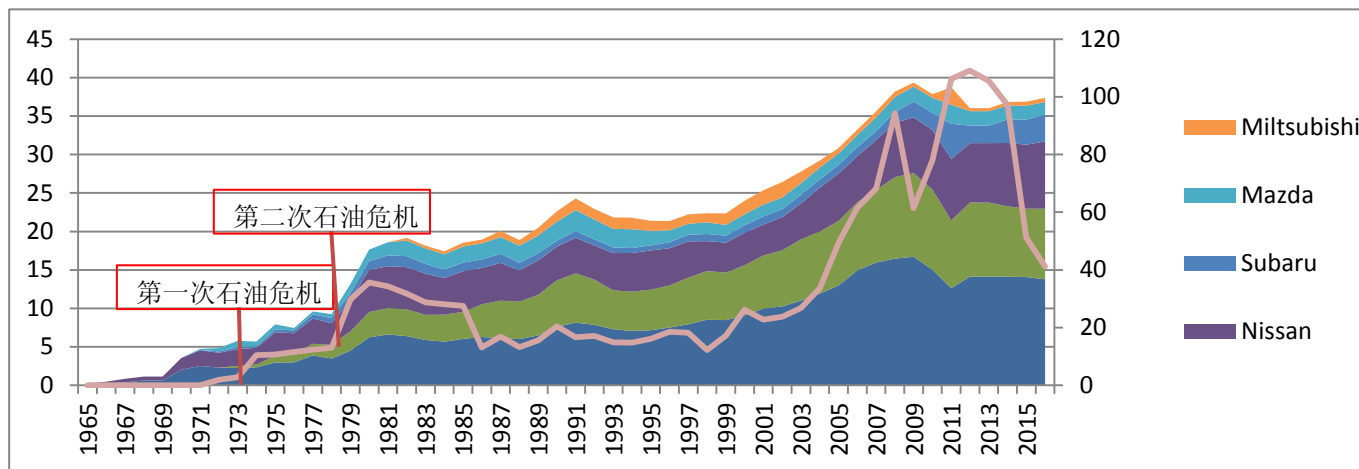
1979 年底，全美汽车工会开始批评日本出口汽车，1980 年 2 月，美国三大汽车公司（福特、通用、克莱斯勒）要求限制日本汽车进口。1980 年 3 月开始，参众两院先后通过《汽车问题决议案》，1981 年又通过日本汽车限制提案，议员开始组建“汽车议员联盟”。

限制整车进口：1981 年 5 月，美国贸易代表布鲁克与日本通产大臣田中六造签订汽车贸易协议，将汽车出口限制在 168 万辆内，此后又逐年重新修订限制数额。几乎贯穿共和党里根和老布什整个任职期间。

到了克林顿民主党政府时期，美国对日本汽车施压更强，根据超级 301 条款对日本豪华汽车征收 100% 关税，最终迫使日本与美国达成《美日汽车、汽车零部件协议》，扩大进口美国汽车及零部件。

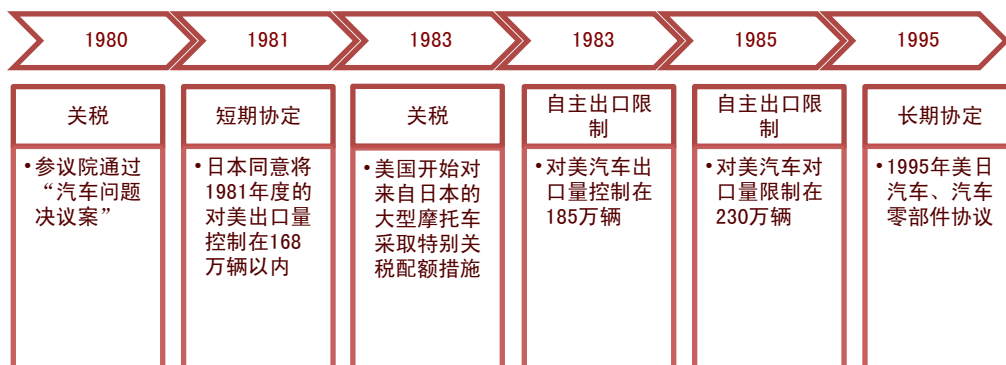
限制汽车零部件和半成品：美国政府与日本不断达成汽车零部件问题协议，例如 1981 年要求日本购买 3 亿美元零部件，而 1994 年这一数额提升到 190 亿美元。

图 6：两次石油危机以后，油价上涨（右轴，单位：美元）日本汽车在美国的市场份额开始提升（单位：%）



数据来源：美国汽车协会，东方证券研究所

图 7：美日汽车产业摩擦与签订协议历程



数据来源：Library of Congress，东方证券研究所

典型代表四：半导体

半导体产业也是由美国率先发明，1948 年美国贝尔实验室的科学家发明半导体晶体管，但日本在引进美国技术基础上逐步得到发展。1971 年日本通产省制定了赶超美国半导体产业计划、1976 年牵头成立“超大规模集成电路技术研究组织”，由日本电气 (NEC)、富士通、日立、东芝、松下等大厂商与大学投资 760 亿日元组成。进入 80 年代后，日本在大规模集成电路的生产和研制中相继成功，并投入了半导体收音机、半导体电视等实际应用。日本的政府主导、“官产学”一体联合科研方式取得成功，而美国依靠市场竞争无法进行抗衡，只能通过政府出面进行施压。

1) 关税措施：

1977 年，美国的摩托罗拉、国民半导体、英特尔等电气制造厂商组成半导体工业协会 (SIA)，集体对日本施压，要求日本降低半导体关税税率，当时日本的关税税率 (12%) 要高于美国 (6%)，但遭到日本拒绝。

1978年在东京举行的关贸总协定多边谈判中，双方终于决定从1980年开始调整，日方每年降低0.975%，美方每年降低0.025%。用11年的时间共同调低到4.2%。

1981年里根上台后，美国进一步增大施压力度，美国贸易代表布鲁克与日本通产省负责人举行谈判，决定1982年将税率直接调低到4.2%。

2) 出口限价与进口配额

关税无法阻止日本半导体在全球市场份额的提升，美国半导体工业协会再度提起301调查，并向国际贸易委员会指控日本的8家半导体厂商。最终1986年7月31日达成《日美半导体贸易协定》，提出下列要求：

-日本半导体不得低于美国商务部规定价格；

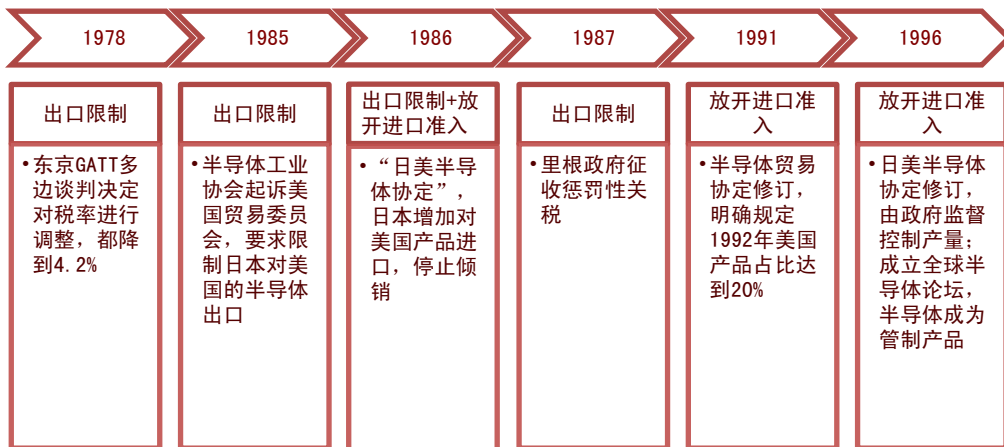
-日本应扩大对美国半导体的进口，确保美国半导体在日本市场占有率从8.5%提高到20%。

3) 直接惩罚性关税制裁+罚款

进入美国市场受阻后，日本半导体瞄准第三国市场，份额从20%上升到40%，而美国则从60%下降到40%，未来有进一步被取代之势。1987年4月，美国里根政府以日本半导体不公正贸易为理由，对价值3亿美元的半导体产品征收100%惩罚性关税，并借助1987年曝光的“东芝-哥尼斯堡”事件（东芝机床违规出口苏联），对日本采取严厉处罚，3年内禁止东芝机械的产品对美出口。

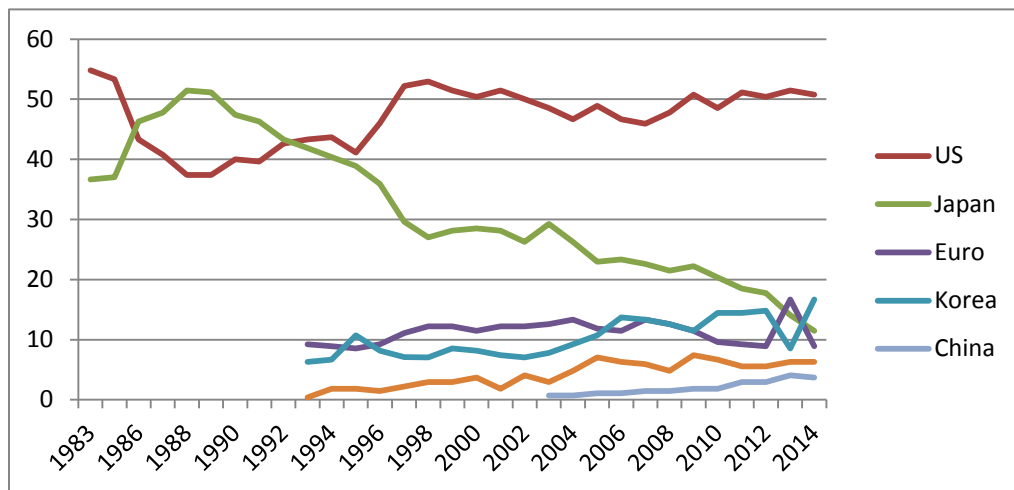
尽管美国采取了种种措施，但是并没有改变美国半导体竞争力的下滑，1986年全球市场中美国半导体产值下滑到39%，1991年进一步跌倒35.9%；而日本占到了50%左右的份额。最终美国半导体的翻盘之战，要等到90年代以后日元汇率升值后的日本出口困难、以及日本半导体产业的战略失误。

图 8：美日半导体产业摩擦与签订协议历程



数据来源：Library of Congress，东方证券研究所

图 9：全球半导体市场份额，80年代日本半导体产业一度在全球市场份额上超越美国（单位：%）



数据来源：SIA，东方证券研究所

1985-1995：进入贸易、汇率、技术领域的全面摩擦阶段

美日各自所处阶段：1985年苏联戈尔巴乔夫上台以后，美苏冷战的对峙下降，冷战开始走向终结，美日之间的经济贸易纠纷上升为美国的主要外部矛盾。从20世纪80年代中期到90年代中期，日美贸易摩擦全面升级。

美国的国际地位相对下降，从战后初期的绝对领先，到80年代已经形成美-日-欧三足鼎立的格局。在经济总量上，日本也在不断逼近，最高峰时GDP总量达到美国的60%以上。1985年时美国占全球GDP比重下降到24%，而日本上升到13%，人均GDP日本（20281美元）甚至一度超越美国（18345美元）。美国对日本经济实力的上升感到不安和失落，甚至超出了对苏联的担忧，政界和企业界决心阻止日本进一步逼近。

美国对日逆差日益严重，尤其是进入80年代以后，为了压制严重的国内通胀，美联储采取高利率政策与巨额的财政赤字，造成美元汇率不断升值，同时美国贸易赤字也日渐严重，以1985年为例，美国对日逆差达到497亿美元，接近美国总逆差1070亿美元的一半。日本成为全球最大债权国，而美国成为全球最大债务国。

日本国内产业情况：中曾根政府时代，日本形成“一亿总中流”局面，经济局面向好，日本对美国出口弹性，即出口国出口增长率与其收入增长率的比为3.37，远远高于日本对其他国家的出口弹性，说明日本产品正在以超过国民收入增长的速度快速涌入美国市场。

但同时日本也埋下了泡沫的隐患，由于宽松的货币政策和大规模财政刺激，日本的资本市场、房地产市场迅速出现泡沫并不断累积，同时由于日元升值导致大量外国热钱进入日本。同时日本开始向海外投资，在美国、东亚、南亚购买了大量资产的，但多数是流动性不好的地产与娱乐项目。

政治领域的摩擦也反应在经济领域中。日本从80年代寻求政治大国地位以来，日本摆脱美国控制走向独立自主的呼声也在提高。石原慎太郎的《日本可以说不》正是厌美情绪的真实写照。与此同时，日本威胁论甚嚣尘上，美日经济摩擦被上升到战略领域，出现了《日美逆转》等描绘日本经由经贸威胁美国统治地位的呼声，日美同盟被称为“漂流同盟”。

美国对日政策：里根、老布什、克林顿三任五届政府总体都采取了全面打压日本出口的策略。

1) 汇率政策：美国认识到汇率问题是这一阶段的核心问题，美国坚持认为日本货币被高度低估，需要快速升值来平衡美国的贸易赤字。通过签署广场协议促使日元兑美元汇率从 1985 年 8 月的 1:240 左右，到 1986 年 6 月升值到 1:150，最后在 90 年代初稳定在 1:90-1:100 之间。日元的大幅升值导致了日本制造竞争力的下降，大量日本国内生产被转移到海外成本较低的东亚、东南亚国家进行，日本出现中低端制造的空心化。

2) 从商品到服务的出口摩擦：美国处理对日逆差问题，在里根政府以前主要还采取“个别领域谈判”，而自 80 年代开始，贸易摩擦进入高密度、高强度的集中爆发，主要出现了里根政府时期的系统化市场开放 (MOSS)、老布什政府时期的结构性障碍协议 (SII)、克林顿政府时期的“美日经济框架对话”三大机制，机制越来越成熟，美国的施压力度也越来越强，双方的贸易摩擦扩大到非物质生产领域，由对特定的产品上升到建筑、金融等服务业以及投资、企业制度、商业惯例。

3) 日本市场开放和政策调整：美国要求日本放开国内市场的结构性限制，日本在农产品准入、零售业准入等方面做出诸多让步，美国产品得以顺利进入日本市场。同时在财政和货币政策上，美国要求日本扩大基建投资、减税、内需创造，造成日本资产泡沫迅速产生并扩大。

美日贸易摩擦的结局：从克林顿第二个任期开始，双方的贸易摩擦逐渐退潮，主要是因为：

- 1、美国经济经由克林顿改革逐渐向好，并迸发出被部分人称作“第三次产业革命”的信息技术革命，科技水平不断提高，在计算机等前沿领域占据主导地位，使得日本在相关产业的竞争替代性不断下降；
- 2、日本在 90 年代以后的大萧条中采取了自由主义经济政策，从小泽一郎的《日本改造计划》到如今的“安倍经济学”，日本在不断调整过分依赖进口的经济结构，放松国内规制，推动市场开放，吸纳美国产品大量进入市场，推动美日逆差收窄；
- 3、经济的萧条也导致日本传统的企业系列制，包括终身雇佣制和年功序列等逐渐瓦解，劳动力的流动性增大，导致日本企业间对劳动力竞争性增加，从而生产成本增加，对美国而言的竞争优势逐渐减弱；
- 4、更重要的是，中国、韩国等新兴国家的崛起转移了争端焦点。这些国家生产的物美价廉的商品对美国造成了更大的冲击，转移了美国国内利益集团的攻击目标。此外，WTO 的建立也为贸易争端提供了一个可靠的解决平台，有效减少摩擦。

1996 年，美国的对外贸易逆差中，日本所占比重由 1991 年的 65% 下降到 28%，仅仅从 1994 年到 1995 年，美国对日本贸易逆差就从 646 亿美元锐减到 305 亿美元，减少了一半左右。此时，日元兑美元汇率也趋于平稳，日美贸易争端退潮，取而代之的是中美、韩美等贸易争端。

从 1995 年世界贸易组织成立至今（截止到 2018 年），仅仅在 WTO 的贸易争端解决机制下，美日之间的贸易纠纷仅仅只有 14 件，而中美之间的贸易摩擦多达 34 件，韩美之间的贸易争端也有 20 件，而这其中还不包括美国对日韩、尤其是中国包括轮胎等多项未经世贸组织而实施的惩罚性关税。但是近年来，随着美国减少贸易逆差的欲望逐渐强烈，尤其是 2016 年特朗普上台以来，美日间贸易摩擦又逐渐增多，如 2018 年 4 月美国威胁对日本汽车产品征收惩罚性关税。但可以确定的是，日本将不再是美国贸易争端的主要对象。

表 4：80 年代后美国对日本的主要贸易施压手段

	发起总统	阶段

系统化市场开放 (MOSS)	里根	1985-1987
结构性障碍协议 (SII)	老布什	1989-1990
“美日经济框架对话”	克林顿	1993-1995

数据来源：贺平《日美贸易摩擦的三大谈判机制》，东方证券研究所

1、里根政府时期：系统化市场开放 (MOSS)

系统化市场开放，全称为市场导向的个别领域市场开放谈判。主要是美国要求在重点领域让日本单方面消除进口障碍。该谈判由 1985 年 1 月中曾根首相与里根总统在日美首脑会晤上确定，谈判最初包括家电、电气通信产品、药品和医疗器械、林木产品，后来又加入了运输机械、半导体。

- 1、这些领域美国具有较强的国际竞争力，并非夕阳产业，但由于非关税壁垒的存在，难以打开日本市场；
- 2、产业界被邀请参与谈判，并为政府提供情报支持；
- 3、目标清晰、议程明确，主要达到 2-3 年内短期的协议。

1、系统化市场开放 (MOSS)

表 5：系统化全市场行业开放谈判详情

	日方	美方
政府首脑	中曾根康弘	罗纳德·里根
谈判牵头人	外务大臣安倍晋太郎	国务卿舒尔茨
相关部门	通产省、外务省	国务院、贸易代表办公室

数据来源：维基百科，东方证券研究所

这些领域涉及面广、影响深远，长期以来已经导致美国产业界积累了不满情绪，难以通过单一领域谈判逐个推进，用打包谈判的方式效率较高。

最终效果显著，在 3-5 年内，美国对日本市场的电器、电信、药品、林产品出口分别上涨 26.5%、31.6%、14.0%、28.7%。

表 6：系统化市场开放谈判行业与内容

行业	内容
通信	电气通信服务市场、终端机、无线通信器材和服务
医药、医疗器材	简化认真审查手续，提高规则透明度
电器	关税降低 20%，进一步保护美国知识产权
林产品	大幅降低单板、合板、再生木材等木材、纸制品关税

数据来源：贺平《日美贸易摩擦的三大谈判机制》，东方证券研究所

2、老布什政府时期：结构性障碍协议谈判

1988 年，美国国会通过《综合贸易与竞争力法案》，在任的布什总统于 1989 年提出开展美日结构性障碍协议 (Structural Impediments Initiative: SII) 谈判，改善贸易失衡。

在谈判中，美国代表提出六个方面的问题：

- 1) **储蓄和投资问题。**美国认为日本国内长期储蓄过剩而投资不足，导致日本始终依靠出口来拉动。日本需要改变储蓄-投资不均衡问题，增加公共资本投资，例如建设道路、公园等社会基础设施，并以此拉动内需和消费，缩小经常账户的收支不平衡。
- 2) **土地利用问题。**日本土地价格过高，需要扩大土地供给、改善土地利用效率，从而解决储蓄过剩和社会资本不足。
- 3) **流通问题。**美国认为日本社会流动手续繁多、营商环境对于大型商店进入日本不友好，这导致外国商品很难进入日本市场，并阻碍日本消费者获得相应利益，确保外国商品进入。
- 4) **价格机制问题。**日本采取国内外不同的定价机制，国内价格高而出口价格低，并在国内利用独特的流通制度排挤外国竞争者。
- 5) **排他性交易习惯。**日本企业在生产和流通环节都存在排他性倾向，阻碍了自由竞争，使外国企业难以参与日本国内的经济活动，因此有必要强化反垄断法，对日本政府本身的行政指导进行改造，例如在政府招标、采购中要放开对国际投资者的限制。
- 6) **企业系列问题。**日本企业与上一条相关，是日本国内排他性经济活动的主要推手，需要单独列出问题，促使日本政府重视并调整。

对此，日本代表进行了反驳和回应：

- 1) **储蓄与投资问题。**日本认为美国的过度消费与储蓄不足导致巨额财政赤字和民间储蓄低下，美国需要首先改变国内的不均衡问题。
- 2) **企业的投资与生产。**日本认为美国国内的反垄断法过于严厉，造成美国产业竞争力不足，追加设备投资的动力不够，美国需要放宽国内企业的限制，同时也放款外资流入。
- 3) **企业缺乏长期战略问题。**美国企业更关注短期利润和股东盈利，不如日本公司有长期战略，因而常采取短视的行动。
- 4) **政府限制问题。**美国政府的诸多贸易限制不仅妨碍了国际贸易，也不利于美国企业竞争力的塑造。
- 5) **研发问题。**美国政府和民间的研发能力需要提高，尤其是产业界的研发不充分，应当通过税制调整，促使产业界充分发展。
- 6) **出口促进不足。**美国在出口促进上力度不够，应当大力支持民间出口。
- 7) **劳动力教育和培训不足。**为了提高美国竞争力，劳动力培训至关重要，美国国内学校和职业培训机构都要提高教育和训练水平。

表 7：结构性障碍谈判详情

	日方	美方
政府首脑	宇野宗佑	老布什
谈判牵头部门	大藏省、通产省、外务省	国务院、财政部、贸易代表办公室
相关部门	经济企划厅、公正交易委员会	总体经济顾问委员会、商务部、司法部

数据来源：贺平《日美贸易摩擦的三大谈判机制》，东方证券研究所

表 8：结构性障碍谈判内容

领域	内容	日本遵循度
储蓄-投资模式	扩大内需，加大公共投资，强化内需主导型经济	高
流通领域	改善通关手续，扩大进口，改善商业惯例，废除《大店法》	中
排他性商业惯例	强化反垄断法	低
企业系列制	改革年功序列等终身雇佣制	低
土地政策	按美国要求修改土地交易税和规则	中
价格机制	允许外国投资者参与竞争	中

数据来源：贺平《日美贸易摩擦的三大谈判机制》，东方证券研究所

日本的反制措施有效地拖慢了谈判节奏，导致后续在华盛顿和东京进行了多轮谈判，但从具体内容看，实际上美方的要求更直中要害，需要日本政府调整，而日方的要求更多流于表面。从结果倒退，美国的施压造成了日本后续政策上的错误（为刺激内需而减税、降息、投资基建等）。最终双方于1990年6月达成《日美结构性协议》，与日本相关的主要内容包括：

- 1) **日本扩大公共投资**，在未来10年（1990-2000）投资430兆日元（按照当时汇率约4万亿美元）
- 2) **修改大店法**，将设置大型商店的处理时间缩短，并尽快制定新法。这方便了后来沃尔玛、麦德龙等欧美大型商超进入便利店、小卖店为主的日本。
- 3) **日本承诺加大反垄断法的执行力度**。此前美国的执行力度是“3倍赔偿”，而日本是征收1.5%赔偿金，双方差异巨大。这以后日本承诺“将显著提高惩罚金额，增强抑制效果”。

3、克林顿政府时期：日美经济框架对话

1993年，美日首脑举行会谈，发表“关于美日新经济伙伴关系框架的共同声明”（US-Japan Framework Talks），正式建立美日经济框架对话。这一框架下，分别对宏观经济、规则调整和竞争力、经济协调、既存协议等几个方面开展讨论。

表9：日美经济框架对话谈判内容

	日方	美方
政府首脑	宫泽喜一、细川护熙、羽田孜	克林顿
谈判牵头部门	大藏省、通产省、外务省	国务院、财政部、贸易代表办公室
相关部门	经济企划厅、公正交易委员会	总体经济顾问委员会、商务部、司法部

数据来源：贺平《日美贸易摩擦的三大谈判机制》，东方证券研究所

克林顿与宫泽喜一政府达成《日美框架协议》，主要内容包括：

- 1、**宏观领域**，在消费行为、储蓄与投资、宏观经济政策上进行广泛的协调；

- 2、**全球范围内的重大议题协作**，例如环境、技术、人力资源开发、人口控制、疾病对策、毒品对策、儿童健康等；
- 3、**部门级协调**。包括政府采购、汽车和半导体的出口管制、金融保险领域的规则缓和等。

表 10：美日框架协议涉及的部门协调

领域	内容	日本遵循度
政府采购	在计算机、超级计算机、人造卫星、医疗技术、电信设备上优待美国产品，尤其是医疗与电信	高
汽车及零部件	尽可能多地进口美国汽车零部件（190 亿美元）	中
半导体	限制出口金额和总量	低
金融保险	在金融服务、保险等领域缓和 对美竞争	高

数据来源：Library of Congress，东方证券研究所

二、日本的竞争优势与固有缺陷

1、日本产业模式的竞争优势

美日贸易摩擦问题，主要是从 20 世纪 60 年代开始凸显，且在不同阶段呈现不同的特点。日本能后来居上，从学习美国到取得对美竞争的优势，主要是由于其产业模式的特点：

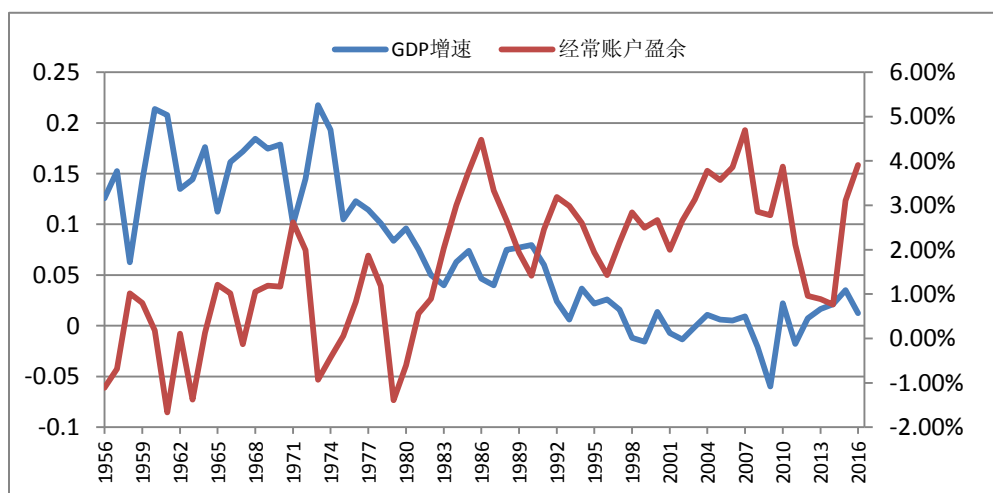
- 1) 以远超本国需求、追求大量出口顺差为导向的生产经营方式；
- 2) 在重点领域开展政府引导、产业补贴先行的“倾斜性发展模式”，比单纯的市场竞争效率更高；
- 3) 政府有意布局的全套型产业结构布局，日本不只是局部优势产业，而是电子、机械、化工等关键技术领域全面布局。

1、出口导向的生产方式

日本的出口的近乎“崇拜”，对经常账户顺差的追求。这是因为日本是一个缺乏资源的岛国。二战以前，日本就经常受限于资源，在战争期间甚至极度贫乏。战后相当长时间，日本对美国也处于赤字状态，多次景气由于受到赤字的约束而过早结束，即经济高涨遇到国际收支瓶颈。一旦景气持续较长时间，国内工业需求提升，加大了对进口的需求，国际收支就会遭遇赤字，从而限制经济进一步增长。此时不得不进行被动紧缩，导致反复出现的经济危机。“神武景气”（1954-1957）、“岩户景气”（1958-1961）、等都持续时间较为短暂。

为了应对景气短暂的问题，日本通产省等政府部门开始有意识地鼓励企业发展出口、赚取美元，同时对美元实现强有力的管制。这一阶段奠定了日本追求出口盈余的战后发展模式。

图 10：一旦经济景气（单位：%），内需增加，日本就面临严重的经常账户赤字（单位：%），这一规律在战后初期尤其明显



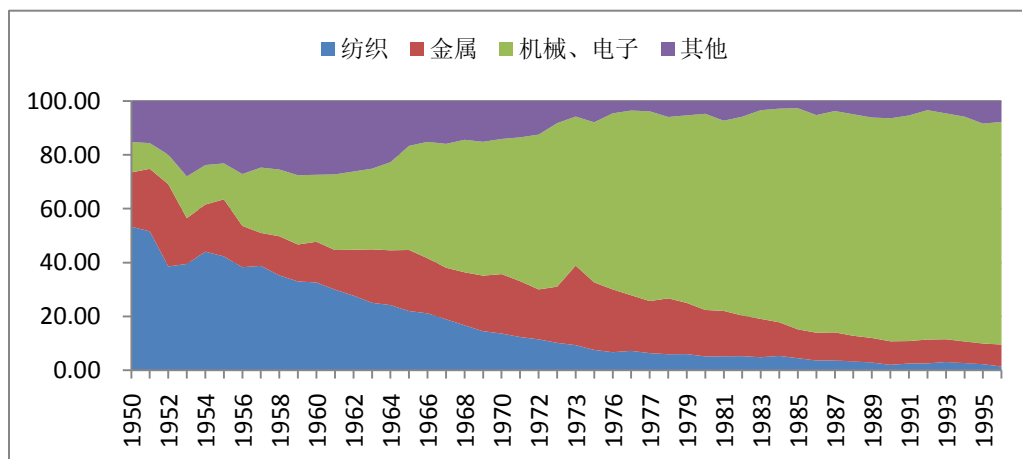
数据来源：日本财务省，日本央行，东方证券研究所

2、“倾斜性发展模式”实现产业升级

欧美资本主义国家的产业升级依靠市场原始积累花费了较长时间，而东亚国家利用后发优势，在找到赶超路径后开始有意识地进行政府引导，而日本通商产业省在战后的产业政策支持就是最早的实践者。

在产业结构演进过程中，一般会经历：1) 劳动密集型为主的轻工业化阶段；2) 资本密集型为主的重工业化阶段；3) 高度加工化阶段；4) 技术密集化阶段。日本政府在 1945-1965 年完成以纺织业为代表的第一阶段初步积累后，有意识地主动投入第二阶段的工业化，实现主动的产业升级，大大提高了重化学工业的比例（到 1975 年达到 75% 的比例，基本与美国一个水平），并在 70-80 年代逐步完成关键技术升级。

图 11：日本出口结构比例（单位：%），在与美国贸易摩擦的过程中，逐步完成了产业升级



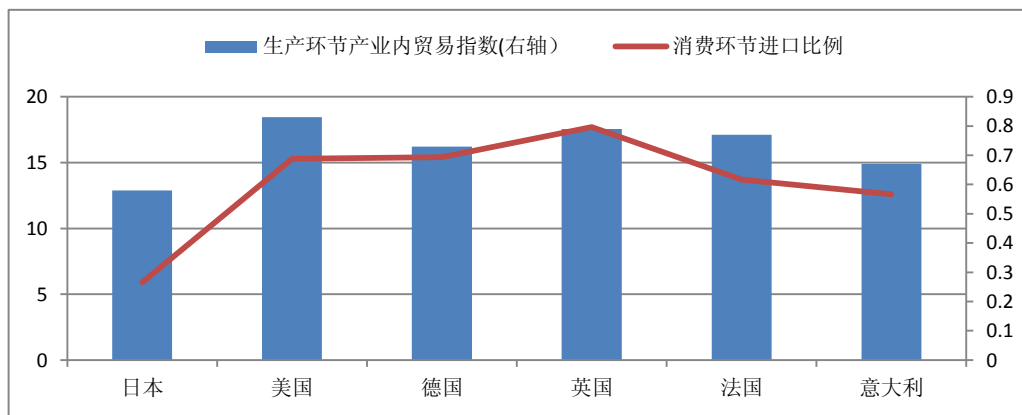
数据来源：日本工业调查，东方证券研究所

3、全套型产业结构和“舰队护送”的间接融资方式

日本产业升级过程中，主要的生产环节都集中在国内，其产业内贸易水平远低于美国，即在生产过程不依赖或较少依赖外部供应商。这意味着日本在不依赖大量进口的同时就能创造大量出口，这是日本与美国之间形成巨大贸易顺差的原因之一。同时日本国内的消费者也在这种生产模式下培养出青睐日本品牌的消费习惯，在大部分消费品选择上更愿意接受“日本制造”。

同时，日本银行长期为企业 provide 低利率的过剩资金支持，被称为“舰队护送”方式，在这种模式下，企业减少了直接融资成本，转而从日本兴业银行等长期信用银行以及三菱银行、三井银行等都市银行获取资金，而管理银行体系的日本大藏省通过对长期信用银行和都市银行的行政指导，间接支配对民间企业的贷款，从而实现了实际上的产业政策方向制定。

图 12：国内生产、消费环节的开放程度（单位：%），日本显著低于其他西方工业国



数据来源：Marcos Noland，东方证券研究所

2、日本模式的固有缺陷

但是日本模式也有其固有的内生性缺陷，这一问题在后来美日贸易摩擦中也逐步体现出来，日本的前车之鉴值得中国借鉴和避免。

1、领导层更迭过快，缺乏长期战略思考与政策连续性

日本首相任期较短，在美日贸易战最激烈的 1980-1990 年代，日本却经历了政党反复轮替、首相平均任期仅 1 年零 3 个月。除了中曾根康弘任期较长以外，其他首相往往刚上任不久，对业务尚不熟悉，就被迫面对美国的谈判压力。尤其是来自社会党、新党的首相，长期专注于国内国会斗争，对外部事物了解较少，没有充分的对美谈判经验。

除了首相，财政大臣、防务大臣也是更替频繁，这导致日本政府对于贸易战缺乏长远战略，始终处于一种被动应对的“冲击-反应”模式之下，对美方系统性、延续性、长期性的要求以被动接受为主。

图 13：美日贸易摩擦计划阶段两国领导人的变动



数据来源：维基百科，东方证券研究所

2、门阀森严，没有横向打破部门利益壁垒

日本的政治体制趋向垂直，缺乏统一有效的中央权威横向贯通，形成部门合力。由于部门壁垒未被打破，在贸易谈判中可以观测到大藏省（主管财政）、通产省（主管产业政策）、农林水产省等部门各自为战，将利益凌驾于国家利益之上，从而给了美国各个击破的机会。

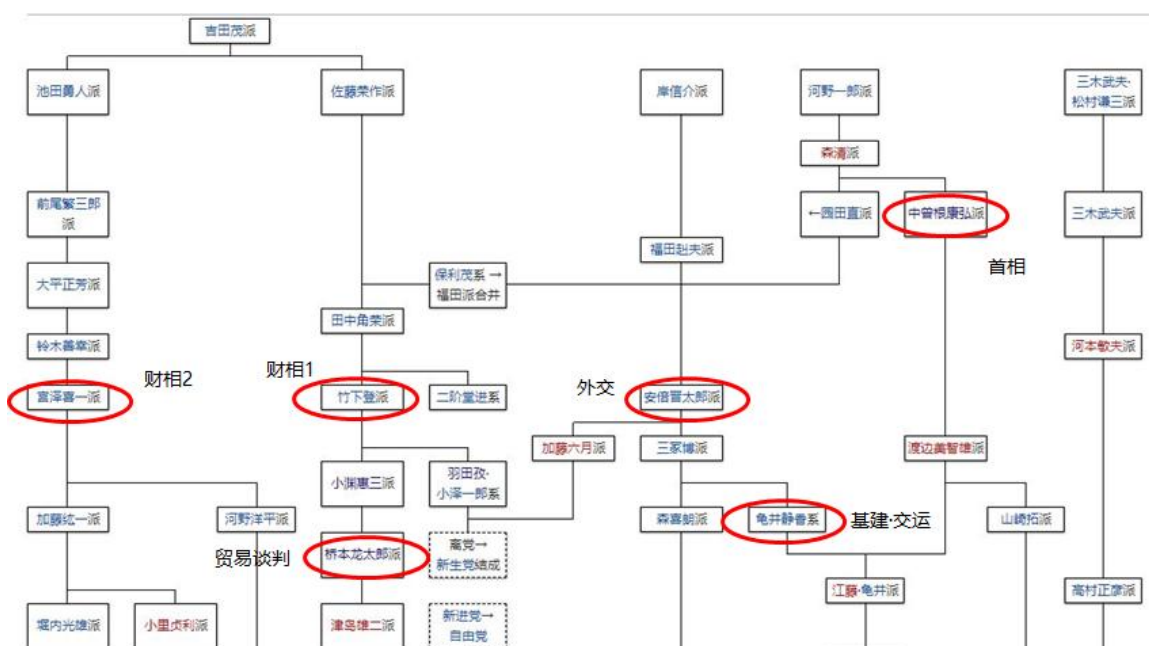
以 1985 年广场协议前后的日本政坛为例，权力中枢的首相中曾根康宏属于河野一郎派，而主管外交的外务省长安倍晋太郎属于岸信介派，主管财政的大藏大臣竹下登属于佐藤荣作-田中角荣派，竹下登之后继任的宫泽喜一则属于池田勇人派。派系不同导致他们之间没有统筹应对之策，反而是互相隐瞒想法和谈判底线，当大藏省决定与美国协调实现日元升值时，日本驻美大使内海孚等外交官员，以及主管产业政策的通产省代表都蒙在鼓里，而没有进行全局性的影响预判和沙盘推演，理想化地认为日元升值影响不大，最终导致在广场协议谈判中的应对失措。

表 11：日本不同部门与产业的关系粘连与对美决策差异

类型	产业与自民党、官厅的关系	代表官厅	产业与政治粘度	对美抵抗意志
代理人投票	行业协会统一归票, 换取有利的产业政策	农林水产省、中小企业厅、厚生省	最高	最高
政治分肥	资金支持换取公共支出 (公共项目、采购、补贴)	建设省、运输省、邮政省、防卫厅	中等	中等
一般性联合	大型企业、银行、行业协会提供资金支持	通产省、大藏省	中等	中等
结合度较低	广义上用选票换取政策支持	外务省	较低	较低

数据来源：《外来压力与内部改革》，东方证券研究所

图 14：广场协议签订前后日本的主要决策参与者分属不同派系



数据来源：公开资料，东方证券研究所

3、政治、外交、安全领域对美国高度依赖，经济也无法独立

日本自称“经济上的巨人，政治上的侏儒”，由于战后遭遇美国占领，至今日本国内尚有近 40000 名美国驻军，日本没有独立的军队，在安全上受美国保护、政治上受美国影响。当然这并不意味着美国会公开地干涉日本内政，但在一些关键领域，美国对日本进行着有效的控制。

1947年，美国占领机构“盟军司令部”（GHQ）在战后为调查日本是否隐瞒军需物资，而特意成立东京地检特搜部，这个机构后来成为专门调查侦办巨额逃漏税、重大经济犯罪、公职人员贪污渎职等政、官、财界贪污、逃税、经济问题进行调查的部门。

日本的检查系统分为地方到中央的“地检-高检-最高检”三层，但东京地检特搜部作为地检（地方检察机关）的下属机构，却能够调查连日本检察厅的高检、最高检都无法涉足的事件。非常巧合的是，一旦日本领导人要求重新审视对美关系，追求平等的美日关系，或准备加强和中韩等亚洲邻国的联系，立刻就会出现下台的危机，而与美国关系亲密的自民党成员则大多仕途顺利。例如中曾根康弘等注重“对美协调”的领导人往往可以得到长期连任的机会。

因此在整个美日贸易摩擦过程中，日本没有组织起有效的反制，导致美国可以毫无顾忌地采取进攻性的策略，不断迫使日本让步。

表 12：一些追求独立政策的日本政治人物及结局

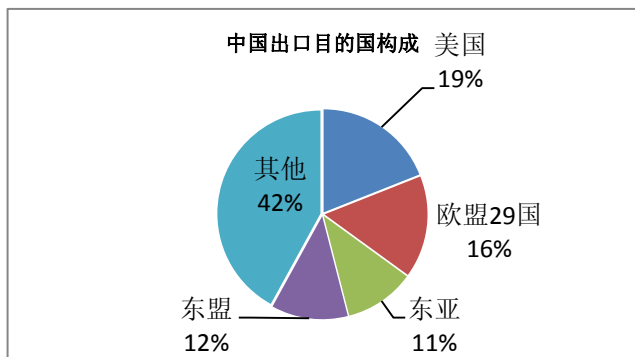
人物	结局	事件
田中角荣	逮捕	洛克希德事件
竹下登	下台	利库路特事件
金丸信	下台被捕	佐川急便事件
小渊惠三	猝死	
铃木宗男	逮捕	参与受贿
桥本龙太郎	辞职	日齿联受贿事件
小泽一郎	隐退	西松不正献金时间

数据来源：维基百科，东方证券研究所

4、缺乏外部市场对冲美国发起的摩擦

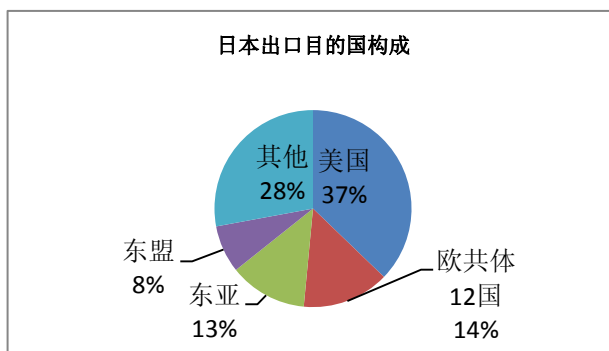
对海外市场的高依赖度是日本经济的特点，而对美国的高依赖度更是鲜明。美国拥有庞大的消费市场和购买能力，无论是当时的日本还是如今的中国都将美国作为最大的出口目的国。但相对而言，中国对美国的依赖低得多，美、欧、东亚、东南亚分布较为均衡。而日本对美国市场高度依赖，一旦美国市场需求下降，日本的出口就遭遇困难。

图 15：中国出口目的国构成（2017）美国排名第一但比例均衡



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 16：日本出口目的国比例（1985）对于美国高度依赖



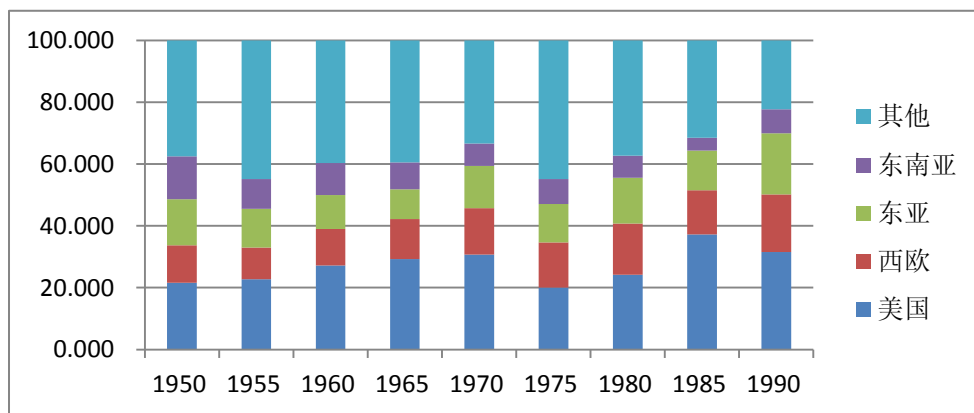
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

这一方面是由于日本国内厂商生产和销售以赚取美元为目的，紧盯美国市场进行营销，造成对美国的依赖惯性；另一方面也是因为在 20 世纪下半叶，全球性的消费市场尚未建立：

- 1) 欧洲国家在 70-80 年代深陷多年的“滞涨”阶段无法自拔，贸易赤字严重，无法扩大进口；
- 2) 以苏联、东欧为代表的社会主义国家，由于和日本分属两大阵营，大量有一定技术含量的生产设备、基础设施由于受到巴黎统筹委员会的限制，无法出口（1987 年还由于日本暗中出口机床到苏联，引起严重美日外交纠纷“东芝-哥尼斯堡事件”）；
- 3) 在广大的亚非拉第三世界国家，新兴市场尚未建立，经济落后、购买力弱，缺乏足够的消费能力，无法消化日本的过剩产能。

尽管日本也做了尽可能多的尝试，例如 1986 年 4 月发布著名的《前川报告》，筹划对拉美、亚洲和非洲开展大规模实业投资，包括出口大量工业技术设备，以支持第三世界工业化，并促进日本的工业品出口。但日本的尝试遭到美国遏制，例如日本对墨西哥的投资被美国领导人频频阻止。

图 17：日本尝试多年的多元化出口始终未能实现（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

美国政府发起新的贸易摩擦风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

