

日美贸易摩擦的细节复盘与历史镜鉴之三——日元升值与泡沫时代



报告发布日期 2018年09月29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

日美贸易摩擦的细节复盘与历史镜鉴 2018-09-28
海外观察: 日美贸易战中的企业危机与应对 2018-09-28

研究结论

- 战后, 随着日本经济实力增强, 对美出口剧增, 日美贸易摩擦升级。随着各种贸易手段无法根本上解决贸易失衡, 美国开始在汇率方面的日本施压, 要求日元升值。
- 在 80 年代之前日本一直尽力抵制美国要求日元升值的要求, 但在解决 70 年代布雷顿森林体系瓦解带来的升值压力后, 日本的出口依然强劲。自此大藏省(现财务省)认为日本的制造业已经有能力迎接日元升值带来的冲击。在这种思维下, 大藏省与美国财政部经过几次会晤, 最终就日元升值达成一致。以 1985 年 9 月 22 日“广场协定”为标志性事件的这一轮日元升值, 开启了日本的泡沫时代, 也造成了泡沫破裂后长期通缩的“失去的二十年”。
- **阶段一: 汇率会议的前期准备 (1985.6-9)**
在日本国内政策沟通、民意疏导不足, 对日元升值的真正影响也缺乏足够研究和对策准备的情况下, 大藏省与美国财政部达成日元升值的决定
- **阶段二: 广场协议开启日元升值通道 (1985.9-12)**
在纽约广场酒店召开 G5 财长会议, 签署《法国、西德、英国、日本及美国财政部长和中央银行总裁的声明》, 又被称为“广场协议”。协议中 G5 一致同意调整外汇汇率、应对贸易失衡问题, 各国通过在外汇市场抛售美元、买进本国货币, 实现“非美元货币有秩序升值”。
- **阶段三: 日元兑美元突破 1: 200 (1986.1-3)**
日元的升值后出口环境恶化, 造成了出口企业的经营困难, 日本多次赴美磋商汇率措施未果, 不到半年时间, 日元汇率从 1:240 升值到 1:170。
- **阶段四: 美日联手干预, 日元升值暂缓 (1986.4-7)**
在美国指导下, 日本银行(BOJ)开始降息以扩大内需。为了保住中曾根政府, 在美日政府的联手干预下, 日元汇率暂时稳定在 1:170。
- **阶段五: 日本着手扩大内需 (1986.7-10)**
美日财长发表《贝克——宫泽喜一联合声明》, 日本计划通过财政刺激、降息等方式刺激内需, 泡沫开始出现。
- **阶段六: 对汇率的外部干预逐渐失效 (1986.10-1987.4)**
旨在稳定汇率的《卢浮宫协议》未能达到改变汇率的《广场协议》的效果, 一个月日元兑美元汇率突破 1: 140。
- **阶段七: 内需刺激造成泡沫扩大 (1987.5-1989.12)**
日本政府开启总计 6.5 万亿日元的政府景气对策, 大部分资金被投入到基建中, 带动了新一轮的“日本列岛改造”热潮。同时银行在低利率下向社会大量输送资金, 便宜的现金流进入到房地产市场和股市。
- **阶段八: 日本政府主动刺破泡沫, 进入长期通缩 (1990 年后)**
1989 年 5 月日本才开始进入加息通道, 在 10 个月内 4 次加息, 随着资产泡沫破裂, 日本民众陷入了痛苦的“还债周期”, 边际消费需求不断下降, 日本进入被称为“失去的 20 年”的缓慢的通缩阶段。

风险提示

- 贸易摩擦引发汇率政策波动的风险。

战后，随着日本经济实力增强，对美出口剧增，日美贸易摩擦升级。随着各种贸易手段都无法根本上解决贸易失衡的问题，美国开始在汇率方面的日本施压，要求日元升值。历史上日元兑美元有三次升值幅度超过 60% 的剧烈升值：

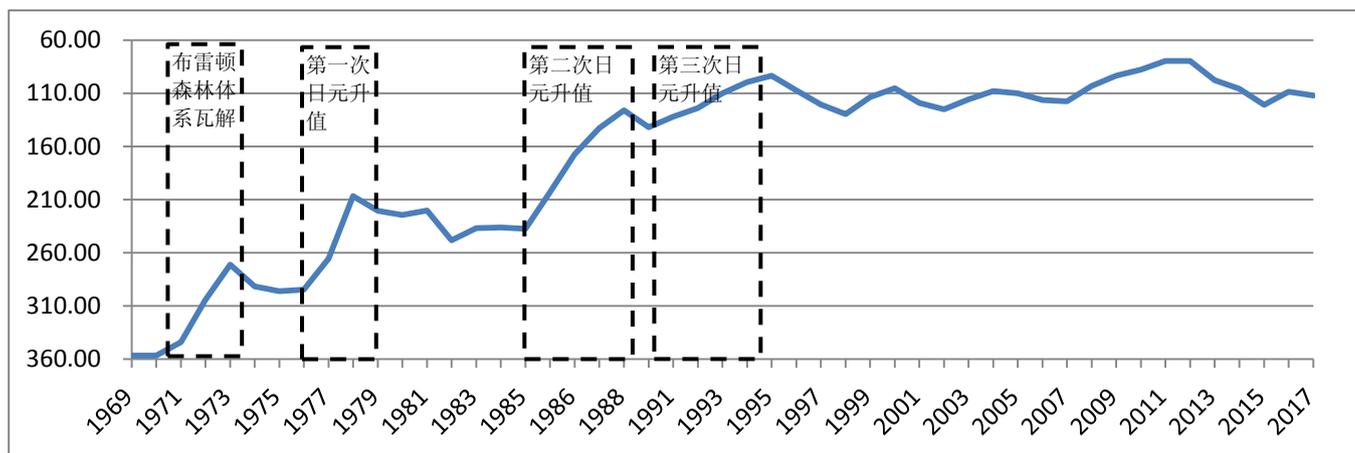
第一次是 1975 年 12 月-1978 年 10 月，日元汇率从美元对日元 1:305.67 上升到 1:183.63，升值 66.46%；

第二次是 1985 年 2 月-1988 年 12 月，日元汇率从美元对日元 1:260.24 上升到 1:123.63，升值 110.73%；

第三次是 1990 年 5 月-1995 年 4 月，日元汇率从美元对日元 1:158.46 上升到 1:83.6，升值 89.34%。

在 80 年代之前，日本一直尽力抵制美国要求日元升值的要求，但在解决 70 年代布雷顿森林体系瓦解带来的升值压力后，日本的出口依然强劲。自此大藏省（现财务省）认为日本的制造业已经有能力迎接日元升值带来的冲击，甚至日元升值后还有助于扩大海外投资。在这种思维下，大藏省与美国财政部经过几次会晤，最终在压力下就日元升值达成一致。以 1985 年 9 月 22 日“广场协定”为标志性事件的这一轮日元升值，开启了日本的泡沫时代，也造成了泡沫破裂后长期通缩的“失去的二十年”。

图 1：70-90 年代日本汇率的几次大幅提升（单位：美元/日元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

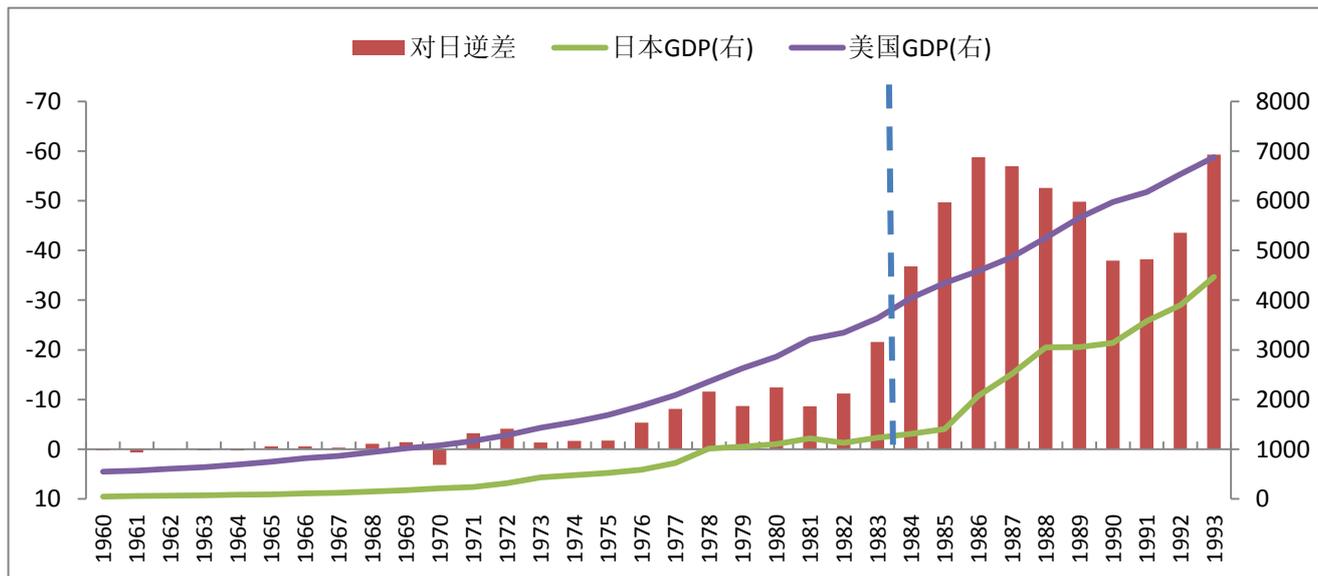
进入 80 年代，美日之间的失衡问题越来越突出，美国要求日元升值的压力也越强：

- 1) 日本在经济总量上不断接近美国，到 1986 年以后，日本 GDP 总额 (20750 亿美元) 已经超过美国 (48702 万亿美元) 的 50%，且根据当时两国的经济增速和市场预期，日本很可能在 15-20 年内追上并超越美国；
- 2) 贸易失衡日趋显著，1985 年美国对日贸易逆差接近 500 亿美元，对日逆差占到美国总逆差 (1090 亿美元) 的一半，尤其是在彩电、汽车、半导体等关系到大量就业机会、或涉及国家重点关键领域，“日本制造”已经冲击到美国本土的正常生产；
- 3) 科技领域日本已经追上，甚至局部超出，根据美国商务部的研究，在 12 个未来最有发展潜力的关键技术领域，美国只有 6 个领先日本，而日本有 5 个领先美国，另一个双方接近，在例如工业机器人、通信技术、集成电路等关键领域，甚至一些军工领域（反潜、雷达等），美国已经渐显落后；

为了维护美国在全球的领导地位，敲打日本成为美国政界和企业界的共识，但是从 60 年代开始的频繁贸易摩擦，并没有从趋势上改变日本的出口导向，反而日本良好适应了美国的压力，逐步调整产业布局，完成了一次次产业升级。

美国国内开始意识到，对付日本光靠堵住出口是不行的，需要对日本进行一次系统性的内部结构改造，改变日本战后的出口导向经济结构、“舰队护航”式的间接融资体系、刻意压低汇率的日元长期低估。

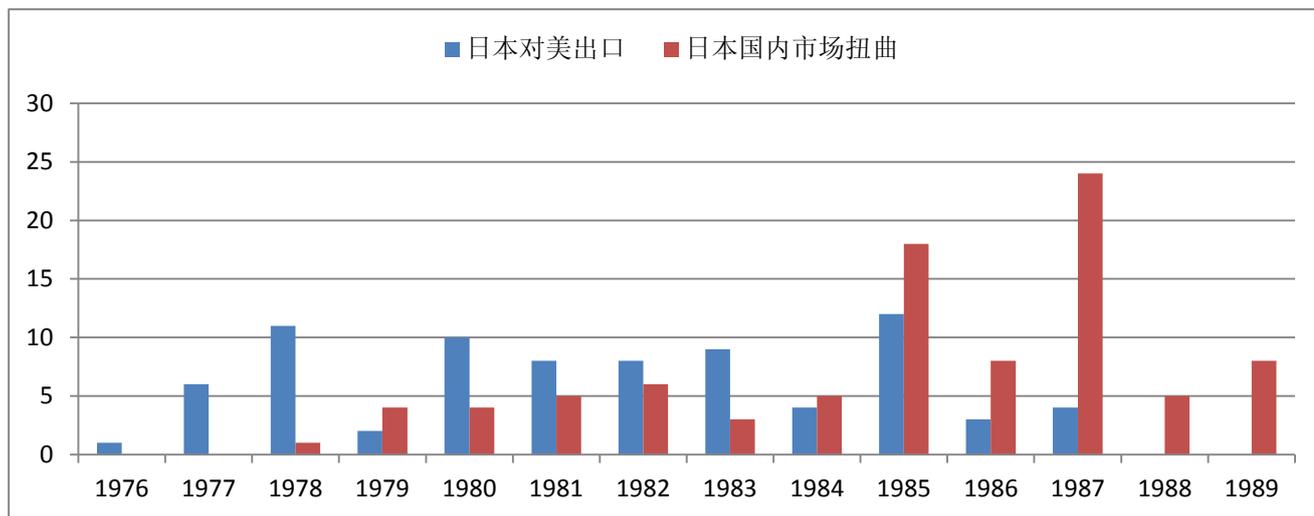
图 2：美国对日逆差与两国 GDP 对比（单位：十亿美元）



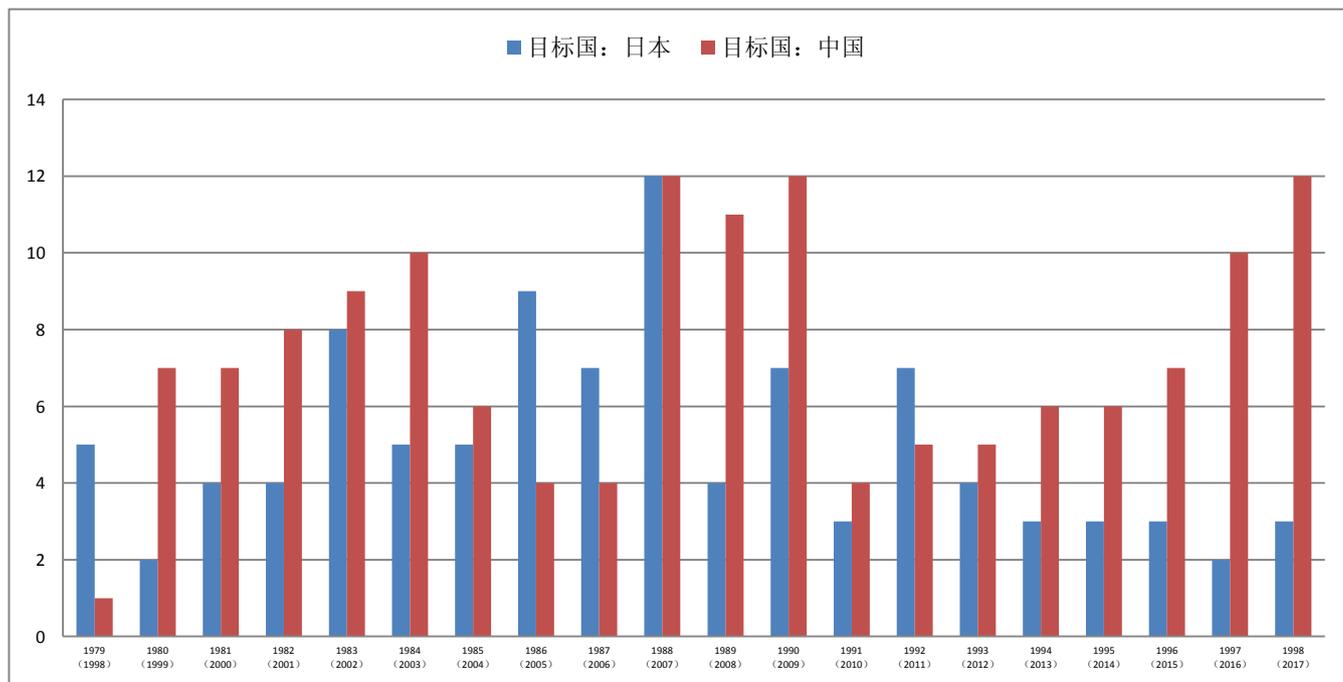
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

因此尽管旧的贸易摩擦模式仍在继续，例如个别行业的出口限额、强制进口额度、关税降低等要求，美国也在探寻新的出牌思路。在这期间美国国会开了大量听证会，在 1980 年代的听证会类型明显可以看出，美国国内的关注重点从“如何减少日本出口”转向“如何改变日本国内市场扭曲”。

因此从 1980 年代中期到 1990 年代中后期，在 10 年左右的时间维度上，美国对日本做出了提高汇率、体制改革、个别行业结构调整、技术共享等要求，并最终达到了效果，甚至由于日本的过度退让和政策失误，美国的施压效果很大程度上超越了美国的最初预期。日本也从泡沫经济的顶峰跌落，进入失去的 20 年，用最惨烈的自我爆破方式，结束了这场 30 多年的贸易战。

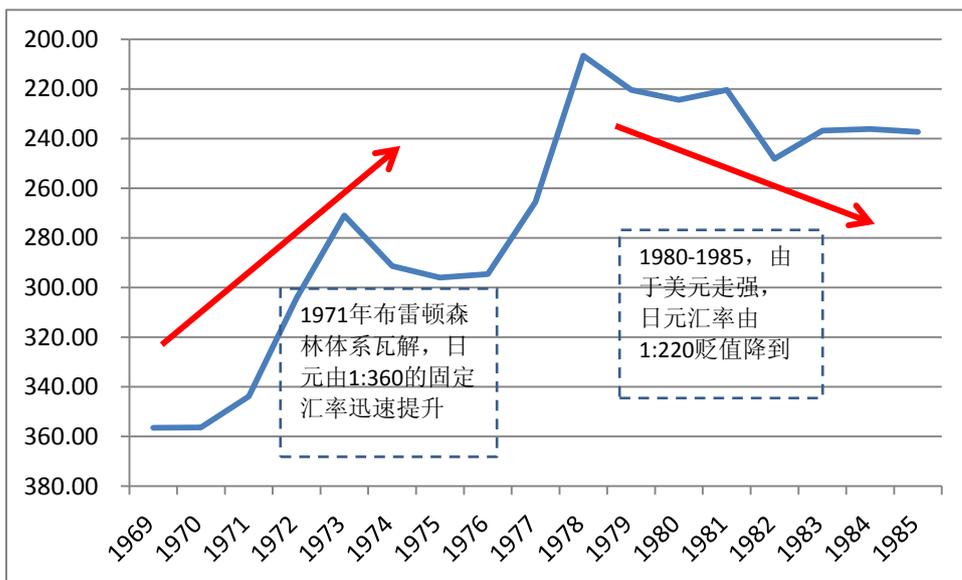
图 3：美国国会听证会主要关注议题从限制日本对美出口，转为解决日本国内市场扭曲（单位：次）


数据来源：Congress.gov，东方证券研究所

图 4：1985 年前后美国对日本的反倾销调查达到顶峰（接近目前的中国），此后逐步频率降低（单位：件）


数据来源：WTO，USTR，东方证券研究所

当时的美国总统里根刚刚赢得总统竞选连任，没有选举压力的里根开始着手解决这一长期问题。在他的第一个任期，由于通胀严重，保罗·沃尔克掌管的美联储采取了高利率为主要的反通胀手法，但产生了一定的后遗症，尤其是美元升值问题，这导致美国的出口业务受到较大影响，逆差严重，尤其是对日逆差问题亟待解决。

图 5：里根政府第一个任期，美元走强导致日元汇率贬值


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

里根政府的第二届内阁官员大调整，导致对日政策主张发生 180 度转圜：

- 1) 之前尼克松政府的财政部长乔治·舒尔茨担任国务卿，在外交口强调贸易失衡，给日本外务省施压；
- 2) 原白宫办公厅主任詹姆斯·贝克三世担任财政部长，尽管财政专业知识不足，但与里根关系密切，在对日本大藏省（主管财政）施压时效果显著；
- 3) 擅长谈判施压的财政部部长助理大卫·马尔福特等主要参与对日谈判，强调美国“绝不干涉市场”的财长唐纳德·里甘转职白宫幕僚长，财政部就汇率政策方向达成一致。

在人事布局完成后，美国开始行动起来，为了实现减少贸易逆差的目标，非美元货币需要大幅度升值，尤其是日元，但日本对日元汇率有着天生的敏感，长期采取压低日元汇率以刺激出口。为达到目标，美国与日本进行了长期的博弈。

表 1：广场协定签署前后的美日主要决策人物

	美国	日本
领导人	里根	中曾根康弘
外交	乔治·舒尔茨	安倍晋太郎
财政	詹姆斯·贝克、马尔福特	竹下登、宫泽喜一

数据来源：Wikipedia，东方证券研究所

阶段一：汇率会议的前期准备（1985.6-9）

美国通过财长助理马尔福特之口，对日本表示日元需要升值，并解决一系列国内财政金融政策来刺激内需，改变出口导向的经济模式。此后美国与日本财长主要进行了三次会谈。

6 月 22 日的美日财长会上由美国财长贝克向日本大藏大臣竹下登提出。美日双边达成日美联手进行市场干预，调整汇率的承诺。

8 月 21 日夏威夷 G2 会议达成三项具体承诺：

- 1) 金融自由化
- 2) 激发民间活力、扩大内需;
- 3) 刺激地方自组财源、进行投资
- 4) 逐步降低银行利率

9月初，在伦敦克拉里奇酒店召开 G5 财政次长会议，达成“非美元货币走强”（主要是日元与西德马克）的原则性一致。

这几次会议为之后的广场协议签订做了必要准备，但整个过程秘密进行，克拉里奇酒店会议、以及此后的广场酒店会议，都在非公开情况下进行，尤其是日本政府各部门利益差距较大，准备工作主要在大藏省主导下进行，央行、通产省、外务省对内情知之甚少，对日元升值的真正影响也缺乏足够研究和对策准备。

阶段二：广场协议开启日元升值通道（1985.9-12）

9月21日在美国纽约广场酒店召开 G5 财长会议，签署《法国、西德、英国、日本及美国财政部长和中央银行总裁的声明》，又被称为“广场协议”。协议中 G5 一致同意调整外汇汇率、应对贸易失衡问题，“非美元货币需要有秩序地（orderly）升值”。各国通过在外汇市场抛售美元、买进本国货币以促使美元贬值，其中日元和西德马克应当大幅升值。

几个星期内，各国通过集体抛售美元、收购日元或西德马克的方式，拉高非美货币汇率。投入资金大约为 180 亿美元，按照初期分配，美国、日本各自承担 30%，西德 15%，法国 10%，英国 5%，目标是降低美元汇率 10-12%。

同时，美国政府在广场协议签署后，还进行了“口头干预”，美国总统里根表示推崇“公平而自由的贸易”（free and fair），且“自由贸易应当首先是公正贸易”，这一表态调整了过去美国简单的对于“自由贸易”的推崇（顺应了美国竞争力的下降现实），自那以后“公正”一词频繁出现于美国对其他国家（日本、中国）施压时的言辞武器；

美国财长贝克则表示：日本同意扩大消费者金融市场、住宅金融市场，来扩大民间消费、民间投资，并且鼓励地方政府进行新的投资。金融、地产、基建，这三个后续导致日本泡沫经济的因素，这时已埋下伏笔。

根据日本首相中曾根康弘等人的回忆，原本预期日元兑美元升值到 1:220 左右，他自称 220 是日本的第一吃水线、而 202 才是关系到日本经济安全的第二吃水线。但是事态的发展超出了日本的控制，随着预期逐渐形成，日元的升值开始超出政府干预的范围。

9月21日，1:238

9月22日，1:230

9月23日，1:225

……

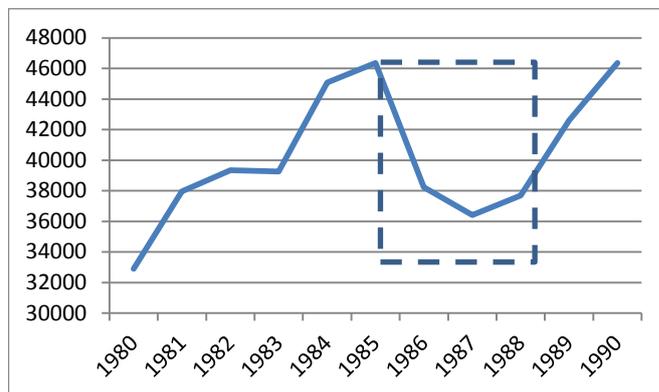
大约一周就达到原定 10%的升值目标，日本认为日元升值已接近尾声，但实际上才刚刚开始，10月初，日元兑美元已经达到 1:210。

图 6: 广场协议签署后, 美国财长贝克与美联储主席沃尔克喜笑颜开



数据来源: 日经新闻, 东方证券研究所

图 7: 1985 年广场协议签署后, 以日元计价的出口下滑 (单位: 亿日元)



数据来源: CEIC, 东方证券研究所

阶段三: 日元兑美元突破 1: 200 (1986.1-3)

由于日本的对外出口高度依赖美国, 日元的升值造成了出口企业的经营困难, 据统计 1985 年内就有 154 家企业破产 (日本出口的 37% 依靠美国, 而同样升值的德国只有 10%, 且通过欧洲共同市场分担了压力)。但日本企业并没有将出口转为内需, 而是尽可能地采取“挤毛巾”战术, 以压低成本、挤压利润的方式来维持数量, 继续出口。同时由于 J 曲线效应的滞后影响 (本币贬值后一段时间内, 经常项目收支状况反而会比原先恶化, 进口增加而出口减少, 经过一段时间, 贸易收入才会增加), 统计数据上尽管以日元计的出口已经下降, 但是美国的逆差仍在扩大。

1986 年日本名义经济增长率和实际经济增长率分别由 1985 年的 7.4% 和 6.3% 下降为 4.7% 和 2.8%。出口总额则由 1985 年的 415719 亿日元下降到 345997 亿日元。从具体行业数据看, 矿业和制造业受到的影响最大。主要原因就在于日元升值后的出口环境恶化。

为了应对日元升值, 1986 年 1 月竹下登赴美磋商汇率措施, 希望美国配合转变日元升势, 但贝克表态冷淡, 表示日本应将重点放在国内政策调整和内需扩大。失望的竹下登在华盛顿接受记者采访时表示“1 美元兑 199 日元和 200 日元, 其实没什么差别”, 本义是想表达每个行业能承受的限度不同, 不能一概而论, 却导致日本媒体曲解为政府准备接受日元升值突破兑美元 1:200, 这打破了当时日本国内的心理底线。竹下登“失言”数日后, 日元兑美元就升值突破 1:200。

1 月 31 日达到 1: 192

2 月 10 日突破 1: 190

2 月 20 日突破 1: 180

3 月 17 日突破 174 二战后历史最高点:

1986 年 4 月, G5 华盛顿会议, 竹下登再度恳求美国帮助, 但美国仍然表示美元贬值将继续, 4 月 20 日, 开始准备迎接国内中期选举的里根表示, 美元汇率应该进一步降低。

5 月, 终于突破 1:160。

阶段四：美日联手干预，日元升值暂缓（1986.4-7）

日元的过度升值引发政府震动，此前日本政府通过调查测算了各个行业可能实现盈利的汇率，当到达美元兑日元 1: 160 以后，纺织、钢铁、造船、电子等日本优势行业可能都变得生存困难，就连最具有国际竞争力的汽车产业，能保持盈利的底线也只有 155 日元。

表 2：日本产业内部调查保障盈利的汇率底线

行业	汇率底线
纺织	1: 180
钢铁	1: 180
造船	1: 175
电子	1: 170
汽车	1: 155

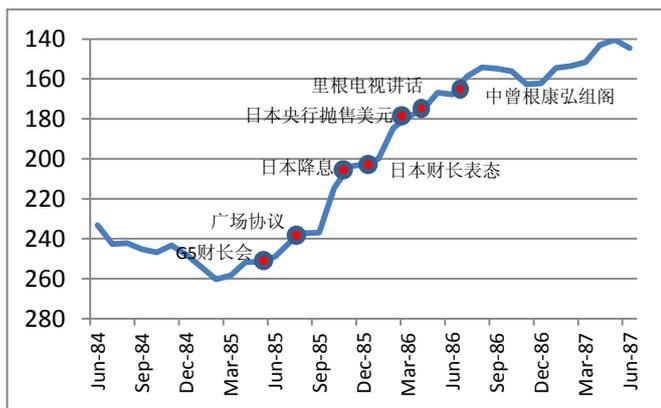
数据来源：日本工商调查，东方证券研究所

日本政府开始一系列应对措施，日本银行前总裁前川春雄主持制定《前川报告》，提出扩大内需来补足出口下降带来的损失。日本银行(BOJ)开始降息，从 1986 年 1 月到 1987 年 2 月，日本银行 5 次降息，从高位的 5% 直接降到 2.5%。日本央行开始抛售美元、买入日元，阻止日元进一步升值，甚至在美国交易所操作，制造美国也在同步稳定日元汇率的姿态。

同时，美国也担心经济不景气会导致中曾根康弘政府倒台。1986 年 7 月日本要进行换届选举，里根多次表示中曾根是自己的“好朋友”，为了帮助中曾根保住政权，尤其是在汇率问题上得到日本继续的配合，里根需要一个亲美政府继续在位。因此 5 月 13 日、20 日，美国财长贝克 2 次宣布美元调整已经完成，里根也在讲话中做了类似表述。

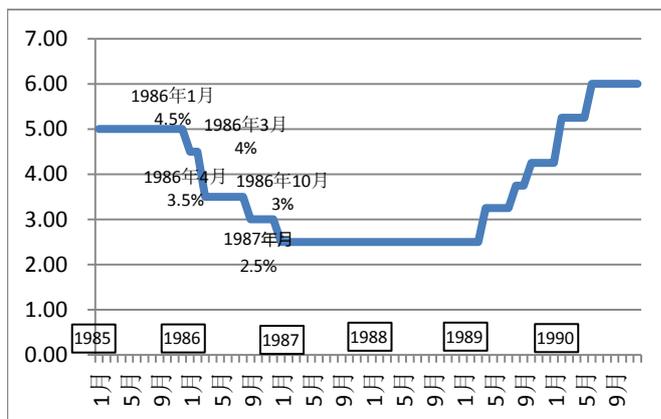
在美日政府的联手干预下，日元汇率暂时稳定在 1:170。7 月中曾根成功连任并重新组阁，主张积极财政的宫泽喜一取代竹下登，成为新任财相。

图 8：日元汇率不断上升



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 9：从 1986 年 1 月起，日本央行多次降息 (%)



数据来源：日本央行，东方证券研究所

图 10：里根对日本频频发动“魅力外交”，他和中曾根康弘也往来频繁



数据来源：New York Times，东方证券研究所

图 11：追求独立政策的日本领导人往往政治生涯短暂，而亲美的才能长留高位

人物	结局	事件
田中角荣	逮捕	洛克希德事件
金丸信	下台被捕	佐川急便事件
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：2CH，东方证券研究所

阶段五：日本着手扩大内需（1986.7-10）

1986年9月，新任财相宫泽喜一在旧金山与贝克会谈，贝克向其转达里根与中曾根之间的默契性密约，即日元需要进一步升值。最终双方达成一致，发表《贝克——宫泽喜一联合声明》，再次强调“改正世界经济不均衡并开放各自市场的努力”。日本接受 1:160 的汇率，并认为一定时间内日元不会再出现大幅升值。

为了在汇率以外满足美国改变不均衡经贸关系的要求，日本决定继续广场协定中的承诺，想办法扩大内需。

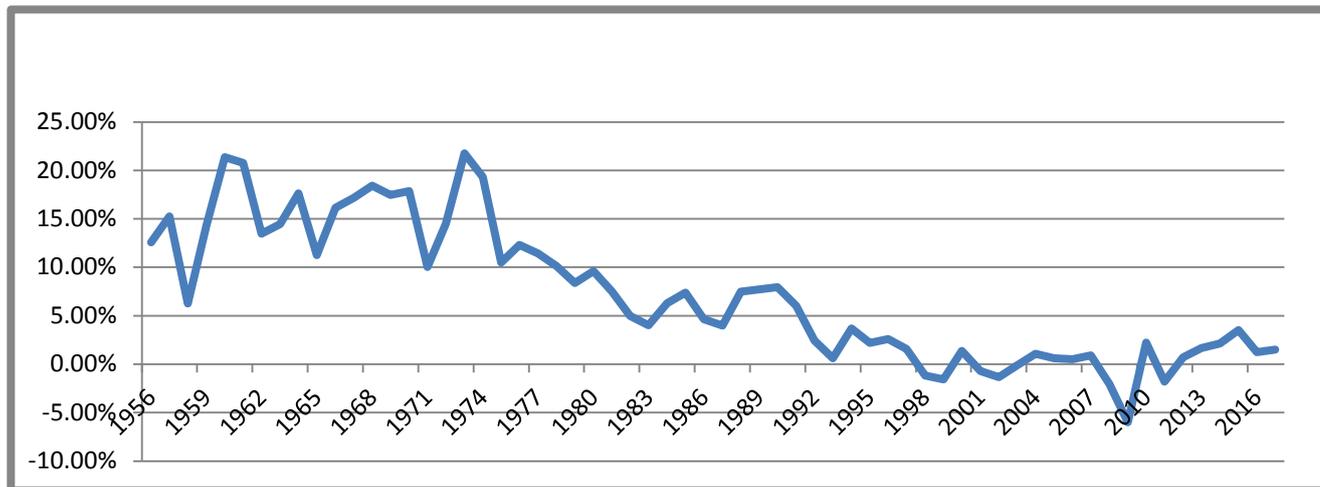
1、财政政策。采取积极的财政刺激。宫泽喜一本来就是提出“国民收入倍增计划”的前首相池田勇人的亲信，倾向积极财政政策，提出了 3.6 万亿日元的补充预算，同时日本国内以扩大内需为名义的降息仍要持续。

2、货币政策。日本银行进一步降息。随着汇率下调到 3.5%，当时日本国内的泡沫已经初步出现，但为了扩大内需，与美国实现“国际协调”，日本决定继续降息。

日本的政策在国内遇到较大的阻力，大藏省追求财政平衡，不愿扩大财政开支；日本银行也认为日本泡沫已经出现，不应当继续降息，反而应该加息。1986年9月日本央行副总裁三重野康表示日本“已经没有下调利率的空间”。

但由于美国的要求，以及日本追求经济增长的目标，最终日本央行总裁澄田智在一个月后（1986年10月）访美途中表示，日本“增长率偏低，有进一步追求景气的诉求”，因此应该进一步降息。

图 12：1985 年前后，日本 GDP 增速已经明显降低，为了维持增长央行决定继续降息



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

阶段六：对汇率的外部干预逐渐失效 (1986.10-1987.4)

1986年12月，日元仍然在升值，为了稳定币值，宫泽喜一前往华盛顿，与贝克举行了财长会议，发布《贝克——宫泽喜一第二次联合声明》，表示“近来外汇市场出现不稳定局面，目前日元兑美元的汇率是符合经济基础的”。

到1987年1月19日，日元汇率突破1:150。一周后，1月28日，美国在广场协议后首次保护美元汇率，与日本共同干预将日元汇率重新拉回150以下。为了改变市场预期，稳定美元汇率，美国准备再召开一次G5会议。

1987年1月G5在苏黎世召开的五国副财长会议，基本确定了用参考范围(reference range)来取代具体的汇率目标。2月20日，美国重新召集G5，在卢浮宫召开会议，规定美元兑日元的中心汇率为1:153.5，当市场价格过高或过低，导致偏离中心汇率5%时集体采取干预政策。根据协议日元汇率理应得到稳定。

但此次G5会议的效果并不持久，因为市场预期已经改变，普遍认为日元升值已是长期趋势。尽管1987年1-3月日本在公开市场动用了约等于广场协议5个国家所用的美元外储，美联储也投入了30亿美元作为辅助，但依然没有阻止日元升值。

到3月16日，日元汇率达到1:152。3月30日，达到1:144，已经事实突破了卢浮宫协议5%的目标。

外部干预失效：旨在稳定汇率的《卢浮宫协议》未能达到改变汇率的《广场协议》的效果。

阶段七：内需刺激造成泡沫扩大 (1987.5-1989.12)

为了扭转经济趋势，1987年5月，日本政府决定扩大预算投入来刺激内需。通过出售NTT股份、日航JAL股份，以及增加的税收收入，共计拿出6.5万亿日元的政府景气对策，但大部分资金被投入到基建中，甚至修建了大量超出实际需求的“未来工程”：本州岛与四国岛的跨海大桥、连接北海道的海底隧道、东京湾跨海大桥等。

1985-1986年已经出现大量企业经营困难，1986年一年就有694家企业破产，如果财政刺激早点出或许可以带动一批企业脱困，然而1987年政策出台后，已经存活下来的企业却没有把资金投入实体企业经营，反而炒高了房价和股价。

大量财政刺激投入到基建，甚至带动了新一轮的“日本列岛改造”热潮。这一时期政府债务显著提高。同时银行在低利率下向社会大量输送资金，便宜的现金流进入到房地产市场和股市。

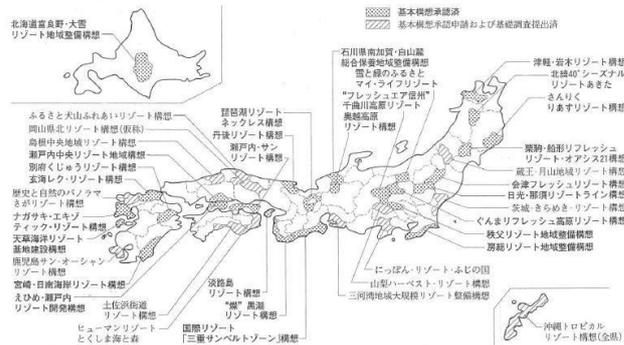
在日本全国掀起了“炒房”、“炒股”热潮，甚至一些实体企业也开始资本运作，一时间在证券市场、外汇市场掀起风浪的阪和兴业、山一证券、夏普商贸、伊藤商事、三菱信托、日本信托等 6 家公司被称为“六鬼闹东京”。

图 13：为了刺激内需建造大量基建项目，但利用率低



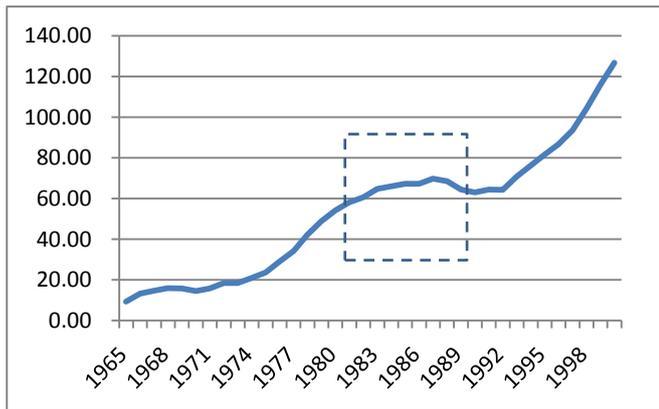
数据来源：Yahoo，东方证券研究所

图 14：为扩大内需而制定日本列岛改造计划



数据来源：日本リゾート，东方证券研究所

图 15：日本政府债务/GDP (%) 在 1980 年代中期显著提高



数据来源：BOJ，东方证券研究所

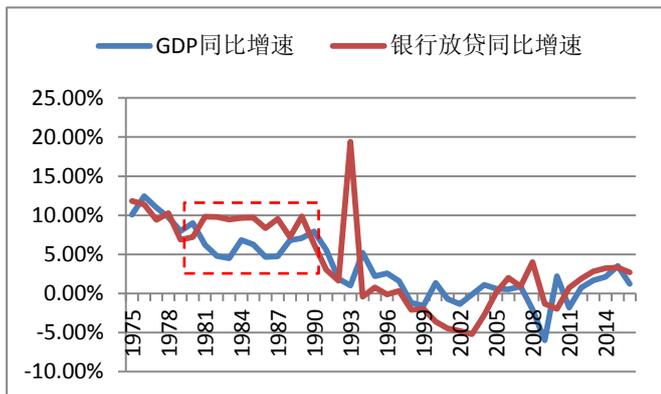
图 16：出售电信巨头 NTT 股份，获取的大批资金被投入基建



数据来源：日经新闻，东方证券研究所

图 17：80 年代中后期，在经济增速下行阶段，为了刺激经济，银行放贷增速明显高于 GDP 增速

图 18：日本 NHK 纪录片回顾泡沫时代，以阪和兴业为典型的日本企业从银行获取贷款后偏离主业，进行理财投资



数据来源：BOJ，东方证券研究所



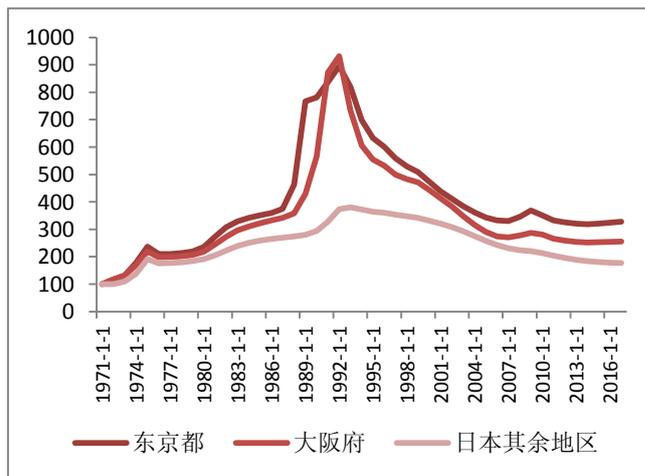
数据来源：NHK，东方证券研究所

1985年9月24日，广场协议后的第一个交易日，东京证券交易所的平均股价是12755日元。一年多后的1987年1月30日，平均股价超过20000日元，到1989年12月29日，创下了38915的历史记录。东京证券交易所成为世界最大的股票交易市场，占全球份额的45%。

地价更是夸张，1985-1988年，东京的商业用地涨了2.9倍，住宅用地涨了2.1倍，其中1987年商业/住宅用地各自上涨48.2%、21.5%，1988年又要上涨了恐怖的61.1%、68.6%。

图 19：住房开支显著提高（单位：万亿日元）


数据来源：日本年鉴，东方证券研究所

图 20：日本全国住房价格指数（以 1971 年为基期）


数据来源：日本年鉴，东方证券研究所

图 21：降息后大量资金流入股市，日经指数不断创出高点



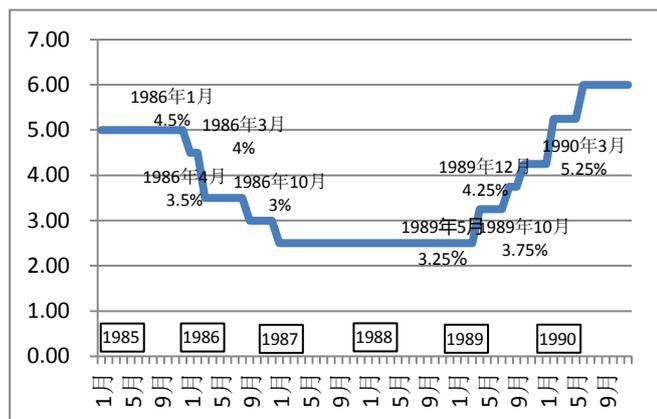
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

阶段八：日本政府主动刺破泡沫，进入长期通缩（1990年后）

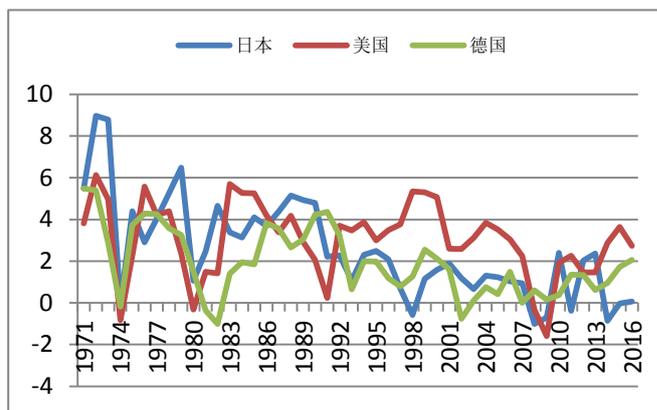
巨大的泡沫已经形成，严重压制了日本实体企业发展。尤其是1987年本应加息的时间节点（当时日元已基本达成年内加息的一致），但遭遇了著名的美股闪崩“黑色星期一”，拖累了日本股市下跌，在这种环境下日银担心日本经济稳定而延后了加息。

直到1989年5月才开始进入加息通道，然而这次房地产与股市泡沫已经到了非常严重的程度，加息又急于求成，在10个月内4次加息，最终导致1990年初股市崩盘，而房地产在坚挺了半年后也拐点向下，宣告日本泡沫破裂。

随着资产泡沫破裂，日本民众陷入了痛苦的“还债周期”，边际消费需求不断下降，日本也随之进入通缩的阶段。

图 22：日本 1989 年以后开始迅速加息


数据来源：日本央行，东方证券研究所

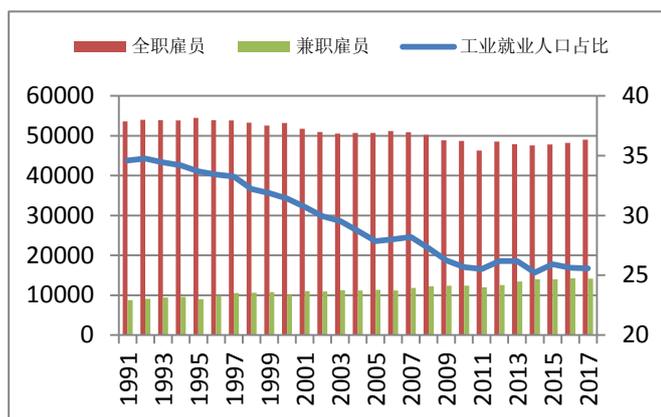
图 23：消费增速 (%) 日本在泡沫破裂后显著下降


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

日本主动刺破泡沫，原本是为了希望将资金重新回到实体。但事实上此时日本国内的要素成本已经很高，大量制造业被转移到海外，国内制造业的空心化难以逆转。工业就业人数选举占比持续下降，尽管在进入衰退阶段后，日本的失业率没有明显上升，一直低于美国、德国等发达国家，但这与日本终身雇佣、轻易不裁员的企业文化有关。但从就业结构来看，全职员工减少、兼职员工增多。一些人毕业后难以进入公司得到正式岗位，

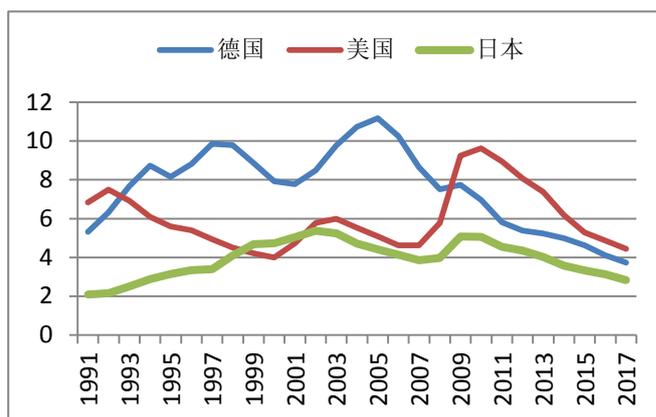
只能终身从事劳务派遣的兼职工作，薪资提升缓慢。日本进入被称为“失去的 20 年”的缓慢的通缩阶段。

图 24：全职员工减少、兼职员工增多（单位：千人），工业就业人数占比（右轴，%）下降



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 25：日本失业率 (%) 一直处于较低水平



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

贸易摩擦引发汇率政策波动的风险。

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

