

日韩贸易争端的历史与未来

报告摘要

- **主题评论：日韩贸易争端的历史与未来**
- 7月18日上午，韩国央行宣布下调基准利率25个基点至1.50%，超出市场预期，同时下调了经济和通胀预测。
- 韩国央行降息的主要原因在于经济下行压力加大。截至今年6月，韩国出口已经连续7个月下滑。这与三个因素有关：首先，全球经济下滑；其次，半导体行业不景气。半导体出口占韩国出口超过20%，但从18年下半年开始，DXI指数和DRAM价格大幅下跌；最后，近期的日韩贸易争端。这是韩国央行此次降息超出市场预期的最直接原因。
- 7月1日，日本经济产业部宣布从7月4日起限制向韩国出口“氟聚酰亚胺”、“光刻胶”和“高纯度氟化氢”3种半导体材料。其中，氟聚酰亚胺是OLED面板的核心材料；光刻胶是芯片和可折叠屏的核心材料；氟化氢是重要的清洗气体。7月17日，日本又拒绝韩国就出口限制进行谈判的要求。在半导体原材料领域，日本占据全球超过50%的市场份额，韩国对日本依赖度达90%。而且日本对韩国限制出口的三种原材料均不易存储，三星、LG和SK等厂商三项原材料只有1-3个月的库存。
- 日本对韩国半导体产业的制裁有着深刻的历史渊源。1974年，日本政府批准“超大规模集成电路”计划，到1985年，日本在半导体内存市场的占有率超过50%。1986年9月，美日签订《美日半导体协议》，日本被要求开放半导体市场，保证5年内国外公司获得20%市场份额，同时美国对日本出口的3亿美元芯片征收100%的惩罚性关税。由于硅谷超过7成的科技公司砍掉了DRAM业务，其对于日本芯片的刚性需求仍然很大。韩国政府利用这一点说服了克林顿，最终克林顿同意只征收韩国半导体行业0.74%的进口税率。同时个人电脑市场的发展也给韩国的芯片产业带来了新机遇，三星的DRAM“双向数据通选方案”成为与英特尔微处理器相匹配的内存。韩国的半导体产业开始崛起，日本则一蹶不振，DRAM的市场份额从接近80%最低下滑到不足10%。
- 日本对韩国半导体产业的制裁还有着重要的现实意义。《日本经济新闻》在2019年2月曾发文反思日本为什么在半导体行业落后，并指出日本必须要重回半导体强国，夺回失去的半导体市场。与1986年个人电脑市场的发展类似，当下正处于5G、人工智能等新兴产业发展的窗口期，半导体作为上游行业，对于这些新兴产业的重要性不言而喻。
- 日本与韩国在半导体领域的争端，不是一时半会可以解决的问题。一个可能的不确定因素在于美国是否会介入，但美国介入的可能性不高：一是，美国有中美贸易和国内大选的事情需要解决；二是，稳定的中日韩三边关系并不利于美国的亚太战略。对于韩国而言，半导体和汽车是国内的两大支柱产业，而这两大行业形势均不佳，未来经济状况难言乐观。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的一家独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

目录

一、主题评论：日韩贸易争端的历史与未来.....	3
二、海外重点事件追踪.....	5
1、美股中报季前瞻.....	5
2、花旗、摩根大通、高盛、富国公布 2019 年中报.....	5
3、美国居民部门零售超预期.....	5
4、冯德莱恩当选欧委会主席.....	5
三、大类资产走势回顾.....	6
1、汇率：美元指数上升至 97.12.....	6
2、商品：原油价格大幅下跌.....	6
3、股债：全球股指出现回落.....	7

图表目录

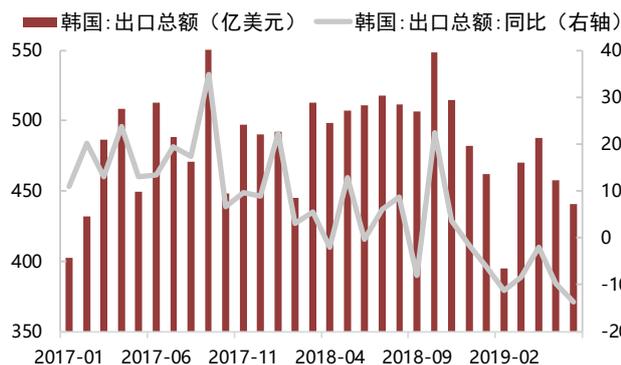
图表 1：韩国出口连续 7 个月负增长.....	3
图表 2：2018 年下半年以来，DXI 指数和 DRAM 价格大幅下跌.....	3
图表 3：日本在全球半导体原材料市场份额过半.....	4
图表 4：2019 年 1-5 月，韩国半导体原材料进口部分断供.....	4
图表 5：日本在半导体芯片市场份额占比曾超过 50%.....	4
图表 6：全球 DARM 的市场份额变化.....	4
图表 7：上周美元指数上升至 97.12.....	6
图表 8：上周英镑和欧元明显贬值.....	6
图表 9：上周原油价格大幅下跌.....	7
图表 10：上周黄金价格出现上涨.....	7
图表 11：上周全球股指出现回落.....	7
图表 12：上周美德利差走阔、美日利差收窄.....	7

一、主题评论：日韩贸易争端的历史与未来

7月18日上午，韩国央行宣布下调基准利率25个基点至1.50%，这是韩国央行三年以来首次降息。此次降息超出市场预期，此前市场普遍认为韩国央行会在8月份的时候才选择降息。同时，韩国央行下调了2019年经济预测，GDP较今年4月下调了0.2个百分点至2.2%，通胀率从1.1%下调至0.7%。

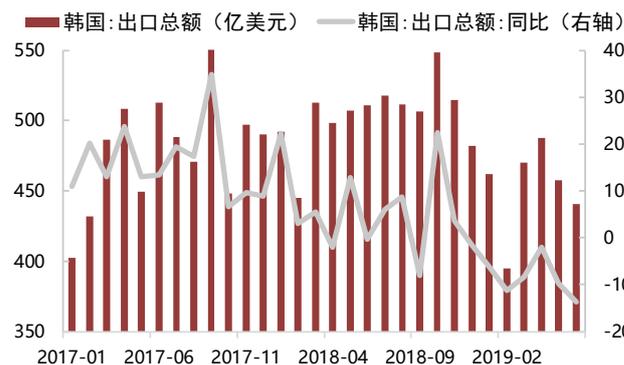
韩国央行选择降息的主要原因在于经济下行压力加大。出口是韩国经济的最重要支柱，根据韩国贸易协会、统计厅和国际货币基金组织发布的数据，2017年韩国对外贸易依存度为68.8%，是日本（28.1%）的2.4倍；其中出口依存度为37.5%，在二十国集团中仅次于荷兰和德国，与之相比日本的出口依存度仅为14.3%。截至今年6月份，韩国出口已经连续7个月下滑（图表1）。这主要与三个因素有关：首先，全球经济的下滑；其次，半导体行业的不景气。半导体出口额占韩国出口额超过20%，是韩国支柱产业，但从2018年下半年开始，DXI指数和DRAM价格大幅下跌（图表2），费城半导体指数出现了剧烈的波动。7月4日，三星电子发布2019年第二季度业绩展望，预计受存储芯片价格和需求持续疲软拖累，公司本季度利润同比下降56%；最后，近期的日韩贸易争端。这是韩国央行此次降息超出市场预期的最直接原因。

图表 1：从 2018 年 12 月开始，韩国出口连续 7 个月负增长



资料来源：Wind，莫尼塔研究

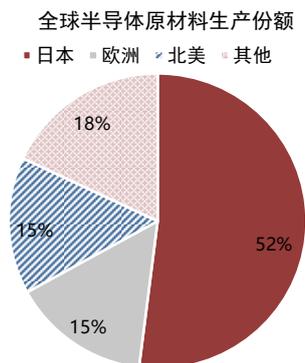
图表 2：2018 年下半年以来，DXI 指数和 DRAM 价格大幅下跌



资料来源：Wind，莫尼塔研究

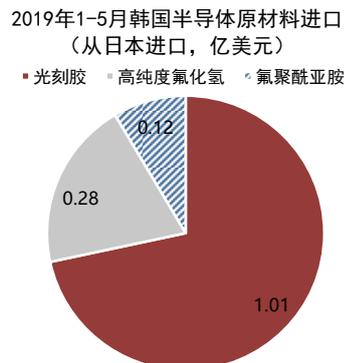
7月1日，日本经济产业部宣布，从7月4日起限制向韩国出口“氟聚酰亚胺（日本占全球产能90%）”、“光刻胶”和“高纯度氟化氢（日本占全球产能70%）”3种半导体材料。其中，氟聚酰亚胺是OLED面板制造的核心材料；光刻胶是芯片和可折叠屏的核心材料；氟化氢是重要的清洗气体。7月17日，日本又拒绝韩国就出口限制进行谈判的要求。在半导体原材料领域，日本占据着全球超过50%的市场份额（图表3），韩国对日本依赖度高达90%。而且，日本对韩国限制出口的三种原材料均不易存储，韩国三星、LG和SK等厂商三项原材料只有1-3个月的库存（图表4）。

图表 3: 日本在全球半导体原材料生产中的份额占比达到 52%



资料来源: SEMI, 莫尼塔研究

图表 4: 2019 年 1-5 月, 韩国从日本进口的半导体原材料



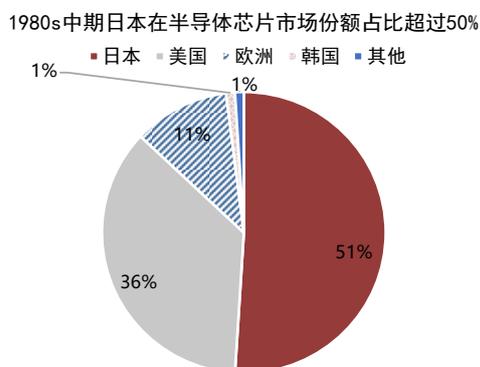
资料来源: KITA, JoongAng Daily, 莫尼塔研究

日本对韩国半导体产业的制裁绝非一时之举, 而是有着深刻的历史渊源。1974年, 日本政府批准“超大规模集成电路”计划, 通产省组织日立、NEC、富士通、三菱和东芝等五家公司, 由政府给与高额补贴, 开始大力发展半导体产业。到1980年, 日本在半导体内存市场的占有率达到30%; 到1985年, 日本的市场份额超过50% (图表5)。这一时期, 美国的半导体产业则受到了巨大打击。1981年, AMD净利润下降近70%; 1982年, 英特尔被逼裁掉2000名员工; 1985年英特尔宣布退出DRAM存储业务。

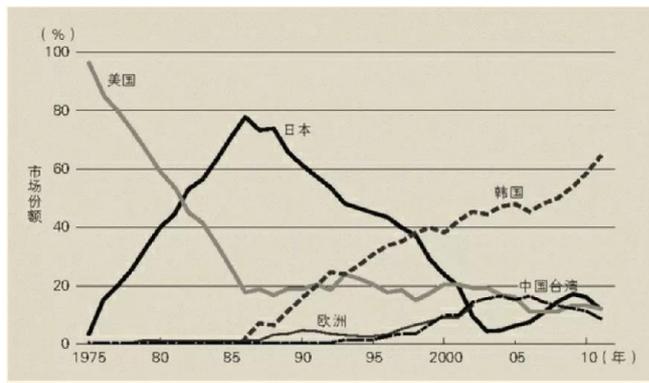
1985年6月, 美国半导体协会 (SIA) 以“半导体行业削弱将给国家安全带来重大风险”为理由, 说服美国政府采取行动。1986年9月, 在美国政府的压力下, 美日签订《美日半导体协议》。日本被要求开放半导体市场, 保证5年内国外公司获得20%市场份额, 同时, 美国对日本出口的3亿美元芯片征收100%惩罚性关税。但是, 由于硅谷超过7成的科技公司砍掉了DRAM业务, 其对于日本芯片的刚性需求仍然很大。而韩国政府正是用这个理由说服了克林顿, 最终克林顿同意给韩国半导体行业仅仅0.74%的进口税率。同时, 个人电脑市场的发展也给韩国的芯片产业带来了新机遇, 三星的DRAM“双向数据通选方案”获得美国半导体标准化委员会认可, 成为与英特尔微处理器相匹配的内存。韩国的半导体产业开始崛起, 日本则一蹶不振, DRAM的市场份额从接近80%最低下滑到不足10% (图表6)。

图表 5: 日本在半导体芯片市场份额占比曾超过 50%

图表 6: 全球 DARM 的市场份额变化



资料来源: SEMI, 莫尼塔研究



资料来源: 《尔必达到底是什么》、JBpress, 莫尼塔研究

日本与韩国的贸易争端, 绝非表面上的劳工判决与二战遗留问题所导致, 不仅有着深刻的历史渊源, 更重要的现实意义是在于对未来高技术产业的争夺。《日本经济新闻》在2019年2月曾发文反思日本为什么在半导体行业落后, 并指出日本必须要重回半导体强国, 夺回失去的半导体市场。与1986年

个人电脑市场的发展类似，当下正处于5G、人工智能等新兴产业发展的窗口期，半导体作为上游行业，对于这些新兴产业的重要性不言而喻。

因此，日本与韩国在半导体领域的争端，不是一时半会可以解决的问题。一个可能的不确定因素在于，美国是否会介入。但我们认为，美国介入的可能性不高：一是，美国有中美贸易和国内大选的事情需要解决；二是，稳定的中日韩三边关系并不利于美国的亚太战略。对于韩国而言，半导体和汽车是国内的两大支柱产业，而这两大行业形势均不佳，未来经济状况难言乐观。

二、海外重点事件追踪

1、美股中报季前瞻

根据目前Factset汇总的一致预期，二季度标普500指数EPS同比增速可能回落至-3.1%左右，相比去年四季度14%，和今年一季度-0.3%的同比增速进一步下滑。这其中有一部分原因是因为去年的高基数：2018年二季度，得益于特朗普税改的推动，标普500EPS同比增速达到25%。行业方面，半导体、科技硬件、原材料和能源是主要拖累项。其中，半导体、科技硬件主要受贸易摩擦影响，5月后贸易摩擦升级，包括加征关税和科技限制，对贸易摩擦敞口更大的公司增长承压；原材料、能源主要受全球需求下滑影响，全球经济在二季度仍然不佳，原材料、能源海外收入占比较高，受影响较大。相比之下，医疗保健、公用事业、通讯服务和房地产等板块依然实现正增长，特别是房地产板块有望受益于房贷利率的大幅回落。

2、花旗、摩根大通、高盛、富国公布2019年中报

7月15日，花旗集团公布2019年中报，拉开美股中报季的序幕。财报显示，花旗集团二季度总营收为187.6亿美元，预期184.95亿美元，去年同期为184.69亿美元；二季度每股收益1.83美元，预期1.8美元，前值1.63美元；净利润为47.99亿美元，预期41.44亿美元，去年同期为44.90亿美元。总体来看，花旗银行的财报超出了市场预期，主要原因在于严格控制成本和信贷业务走强，一定程度上缓解了人们对消费者借贷能力的担忧。

摩根大通二季度净利润96.52亿美元，同比增长16%；每股收益2.82美元，高于市场预期的2.5美元；营业收入同比增长4%，至295.7亿美元，高于289亿美元的市场预期。高盛二季度净利润21.98亿美元，超市场预期的19.13亿美元，去年同期为23.48亿美元；每股收益为5.81美元，超过市场预期的4.89美元，低于去年同期的5.98美元；营收为94.6亿美元，超市场预期的88.97亿美元，上年同期94.02亿美元。富国银行二季度净利润为62亿美元，高于上一季度的59亿美元以及去年同期的52亿美元；每股收益1.30美元，超过市场预测的1.15美元；营业收入215.8亿美元，高出209.3亿美元的预期。摩根大通、高盛和富国财报超预期的主要原因在于，成本管控能力增强、税费减免和零售银行业务增长。

3、美国居民部门零售超预期

美国6月零售销售环比0.4%，预期0.1%，前值从0.5%修正为0.4%，剔除掉汽车、汽油、建筑材料和食品服务的核心零售额增长0.7%，表明消费者支出出现了明显的改善。零售数据对7月份降息的影响不大，因为支撑降息的主要原因在于金融市场方面，但说明二季度美国经济数据不会表现得太差。一方面，库存投资在往下走，但从高频数据看二季度下滑幅度不大，下半年才可能出现较大下降；另一方面，制造业和出口下滑幅度较大，但强劲的零售增长可以大部分抵消这些下滑。

4、冯德莱恩当选欧委会主席

7月16日晚间，德国国防部长冯德莱恩以383票赞成327票反对当选为欧委会主席。冯德莱恩是典型的亲欧派（右翼），与上任主席容克的观点基本相同，因此预计政策方面不会与容克产生太大的分

歧。例如，在脱欧问题上，她认为如果英国可以提供充分理由，那么对英国再次延迟脱欧持开放态度；在就业问题上，她支持加强对失业者的国家保险计划，承诺设立欧盟范围内的最低工资；在气候问题上，将提供数十亿欧元的投资，征收新的欧盟碳关税，旨在到2050年实现欧洲大陆的碳中和。这些都与前主席容克的政策基本一致。

但是，冯德莱恩未来面临的情况仍然十分严峻，她面临的是一个愈加分裂的欧洲，这从投票结果上便可以看出。冯德莱恩的票数仅仅略高于通过任命最低要求的374票，远低于上届欧委会主席容克得到的422票。欧洲议会的三大党团人民党、社会党、自由民主党中，偏左派的欧洲社会党明确表达了对她的反对意见，法国、德国、奥地利、比利时和荷兰的代表都公开表示会投反对票。通常来说，跨过400票的门槛在政治上具有重要意义，反之则会被认为缺乏合法性和获得多数支持的能力。因此，这意味着有接近一半的议会议员并不支持她，她的上任可能只是几个派别互相妥协的结果。未来欧洲在经济政策、贸易谈判、英国脱欧以及气候问题等方面的分歧将会加剧。

三、大类资产走势回顾

1、汇率：美元指数上升至 97.12

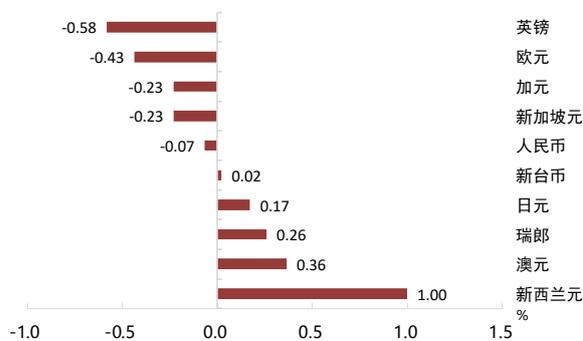
上周美元指数上升至97.12，主要原因在于美股财报与美国零售数据超预期（图表7）。英镑、欧元贬值明显，主要受到通胀数据和英国脱欧的影响；澳元兑美元上涨0.36%，主要原因在于铁矿石价格出现反弹；其他主要货币中，加元贬值0.23%、人民币贬值0.07%、日元升值0.17%（图表8）。

图表 7：上周美元指数上升至 97.12



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：上周英镑和欧元明显贬值



来源：Wind，莫尼塔研究

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11224



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn