

美国的手段与日本的应对

-浅析日美贸易摩擦及其启示

- **美国的手段：1980s 日美贸易摩擦中，美国主要通过“301”条款、广场协议、个别领域谈判、结构性障碍谈判等方式对日本提出要求。**第一，“301条款”是美国贸易法中有关对外国立法或行政上违反协定、损害美国利益的行为采取单边行动的立法授权条款。因此通过“301”条款，美国能够对日本产生很大的威胁作用，迫使其重回谈判，贸易摩擦以此开始。第二，通过广场协议从贸易转至金融，迫使日元升值降低日本产品竞争力，缩小贸易顺差，同时要求日本金融自由化改革，放开金融市场。第三，针对个别日本具有极强竞争力的行业，例如汽车、半导体等，对大量车企和半导体厂商出口进行限制，同时鼓励相关企业加大在美投资力度。第四，在美国政府对日本的长期考察下，敦促日本进行结构性改革，结构性问题主要包括，储蓄和投资模式、流通领域、排他性商业惯例、企业系列制、土地政策等。历史上，日美贸易摩擦主要分这四步，最终日本在诸多方面都做了相应妥协，对国内具有竞争力的行业企业造成了较大影响。
- **日本的应对：为应对外需下降带来的经济下行风险，日本采取逆周期的货币政策、偏中性的财政政策、降低关税、促进进口、加大对外投资等方式。**日本政府主要采取宽松的货币政策和偏中性的财政政策相结合，刺激国内需求。货币政策方面，1986年，日本分别于1月30日，3月10日，4月21日和11月1日，四次下调贴现利率。财政政策方面，降低部分税率同时提高部分税率，减税力度很弱，税负上升；财政支出也没有显著增加。整体而言，政府并没有加杠杆，让利于民。此外，通过降低关税扩大进口，加大对外投资等方式，进一步开放市场。日本应对措施使经济增长拉动方式由外需转为内需，经济保持短暂地高速增长且未带来通胀，但这种内需的拉动方式依赖于宽松的货币政策，通胀只是被日元的不断升值所抵消，最终过度宽松的货币政策导致杠杆率高企，金融资产的泡沫形成，最终1990年房地产泡沫破灭，陷入了长期的衰退。因此，回顾历史，1980s日本应对贸易摩擦的结果并不理想，逆周期的货币刺激政策虽然取得了短暂的成效，但由于没有内生动力支撑，最终以泡沫破灭的方式结束。
- **我国的启示：加大力度推进新一轮改革开放，不过度依赖强刺激才是应对中美贸易摩擦的重要方式。**日本前车之鉴告诉我们不能过度依赖强刺激来应对贸易摩擦，否则或将重蹈覆辙。只有更大力度推进改革，提高内生增长动力，才是应对中美贸易摩擦最核心的方式。（日美贸易摩擦详细内容可以参考2018年9月15日专题《前车之鉴：日美贸易摩擦的启示》）
- **中观层面，5月生产继续走弱。**从需求来看，5月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄；100大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，成交总价同比涨幅扩大；截止5月17日乘用车零售同比跌幅扩大。从生产来看，5月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大；全国高炉开工率均值同比由涨转跌。从价格来看，5月以来水泥和钢铁价格均值上涨，煤炭、原油和有色价格均值下跌，预计5月PPI环比为正，PPI同比下滑；5月以来猪肉和水果价格均值上涨，蔬菜价格均值下跌，预计CPI环比为正，CPI当月同比继续上升。
- **金融市场方面，资金价格整体上行，债券收益率分化，人民币兑美元微升，全球股市下跌，国内工业品价格上涨。**货币市场方面，上周央行净投放资金1000亿元。资金价格整体上升，资金面有所收紧。债券市场方面，到期收益率分化，期限利差分化，信用利差收窄。外汇市场方面，人民币兑美元微升，美元指数下跌，即期市场交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市下跌，黄金价格上涨，原油价格大跌，国内工业品价格上涨。

风险提示：1.财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

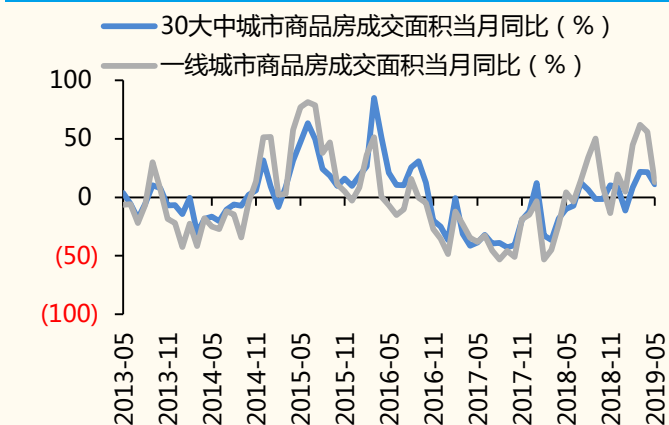
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，5月生产继续走弱

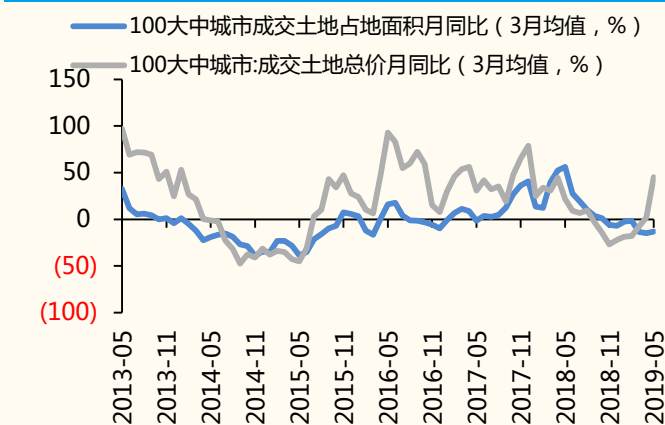
- 5月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄。内部结构上，一、三线城市同比涨幅收窄，二线城市同比涨幅扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为11.1%（前值21.5%）。一线城市同比13.0%（前值56.1%）、二线城市同比9.1%（前值8.3%），三线城市同比12.8%（前值27.3%）。广州商品房销售面积同比转负，北京、上海、深圳房地产销售面积同比涨幅收窄。
- 5月以来土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比涨幅扩大；商品房用地成交面积同比由跌转涨，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-10.5%（前值-6.5%），土地成交总价同比为101.1%（前值为11.7%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为18.6%（前值-10.1%），工业用地成交面积同比为-26.5%（前值为-0.2%）。
- 截止5月17日汽车零售同比跌幅扩大。具体来看，截止5月17日，乘联会车市零售同比为-19%（前值-18%），批发同比为-36%（前值-22%）。

图表1：5月以来商品房日均销售面积同比涨幅收窄



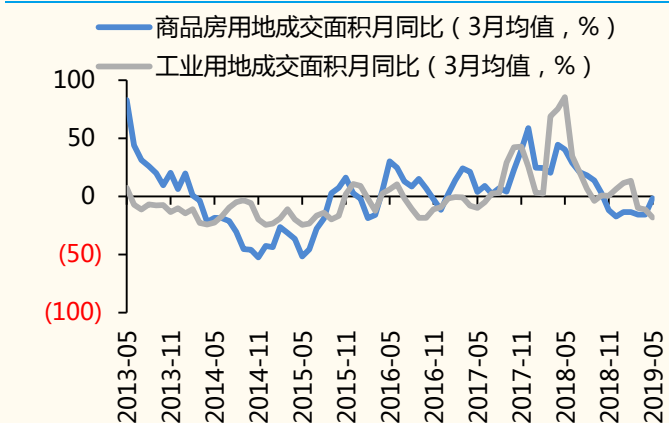
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：5月以来土地成交面积同比跌幅扩大



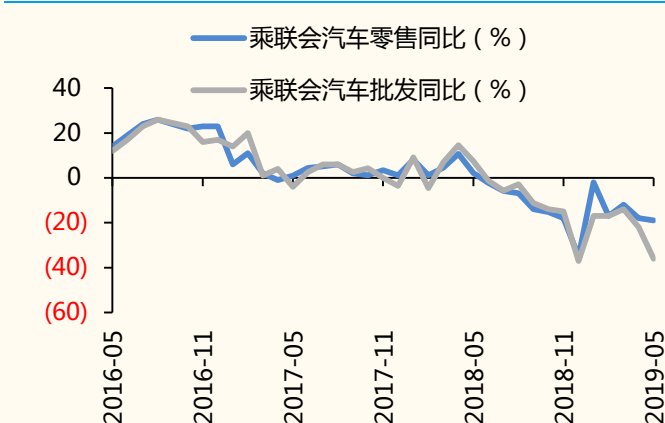
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：5月以来商品房用地成交面积同比由跌转涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

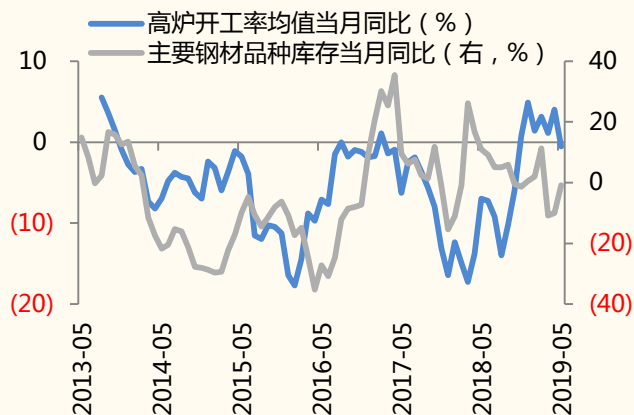
图表4：截止5月17日汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

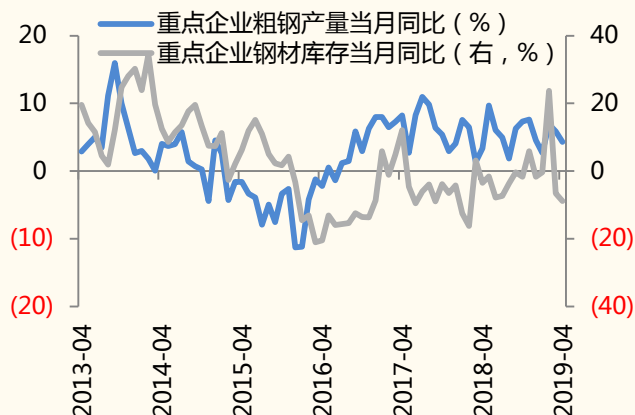
- 5 月以来高炉开工率均值同比由涨转跌，钢铁社会库存同比降幅收窄。具体来看，5 月高炉开工率均值为 69.9%，同比为-0.5%（前值 4.0%）。钢铁社会库存同比为-0.9%（前值-10.0%）。
- 5 月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅扩大。具体来看，5 月以来六大发电集团日均耗煤同比为-18.9%（前值-5.3%）。

图表 5：5 月以来高炉开工率同比由涨转跌



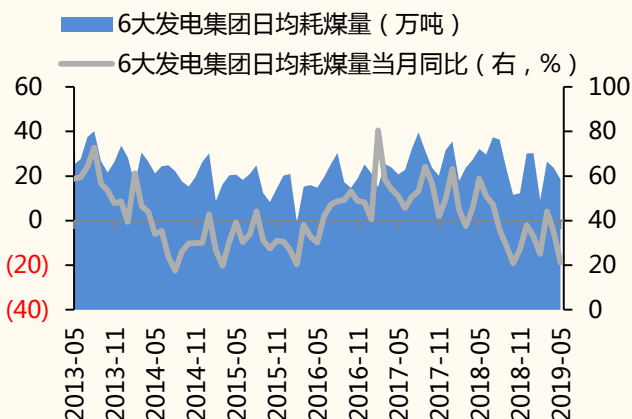
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：4 月重点钢铁企业粗钢产量同比下滑



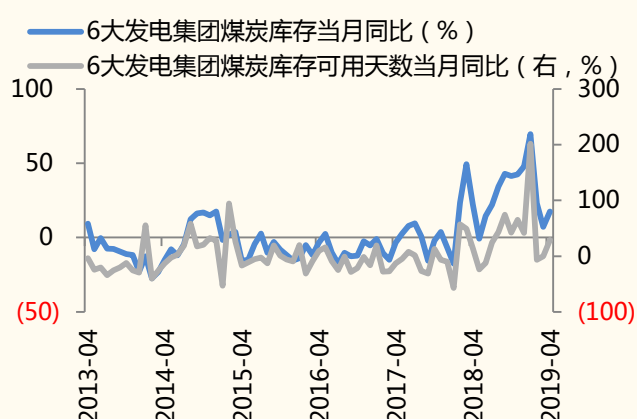
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：5 月以来 6 大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

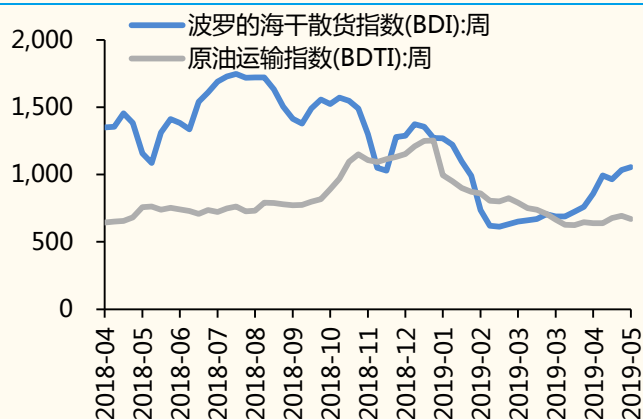
图表 8：4 月 6 大发电集团煤炭库存同比上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

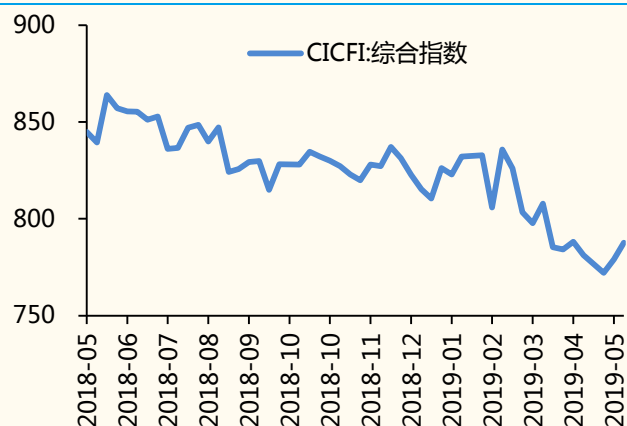
- 上周 BDI 上升，BDTI 下降；CICFI 上升，CCFI 下降。
- 上周铁矿石日均疏港量上升 1.2%，至 297.1 万吨，港口库存下降。上周焦炭港口库存下降 0.4%，焦炭企业库存下降 7.9%。

图表 9：上周 BDI 上升，BDTI 下降



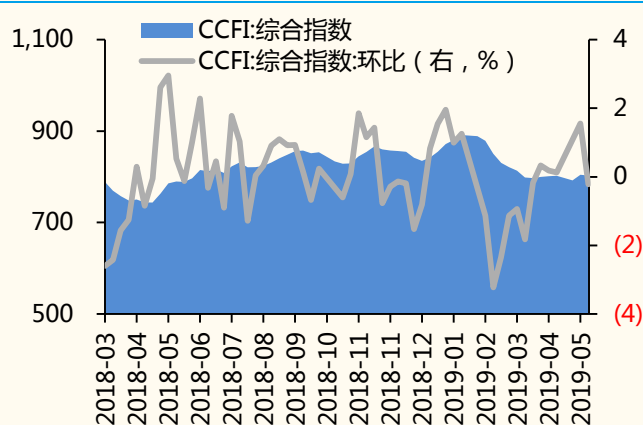
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周 CICFI 上升



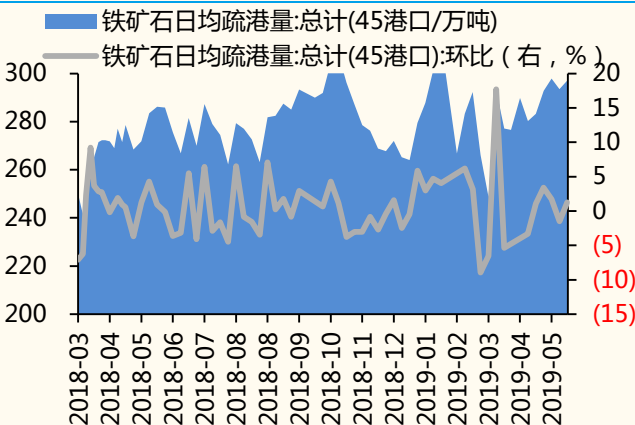
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周 CCFI 下降



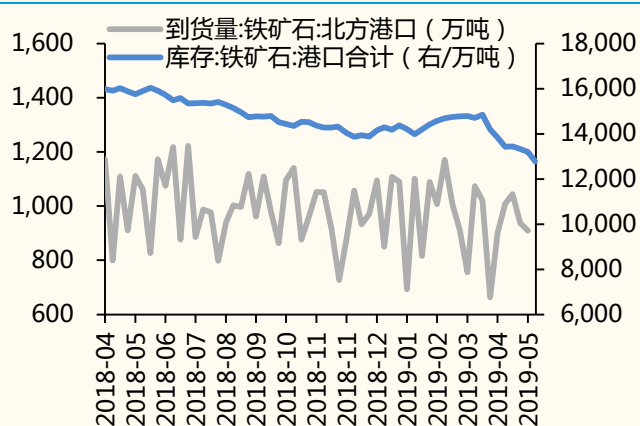
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量上升



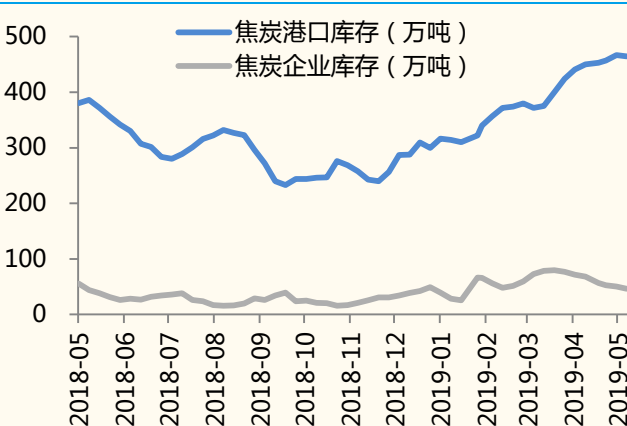
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上周焦炭企业库存下降，港口库存下降

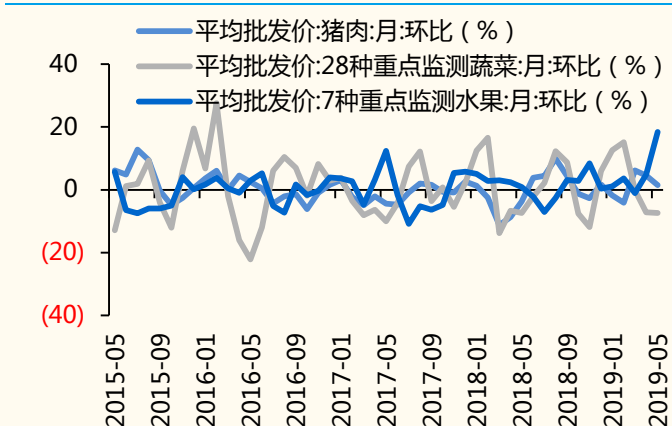


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 5 月以来水果价格均值上涨较多，水泥和钢铁价格均值上涨，原油和有色价格均值下降。农产品方面，5 月以来猪肉价格均值上涨（1.4%，前值 4.5%），蔬菜价格均值下降（-7.4%，前值-7.2%），水果价格均值上升（18.4%，前值 4.9%）；工业品方面，煤炭价格均值下降（-0.3%，前值-1.6%），原油价格均

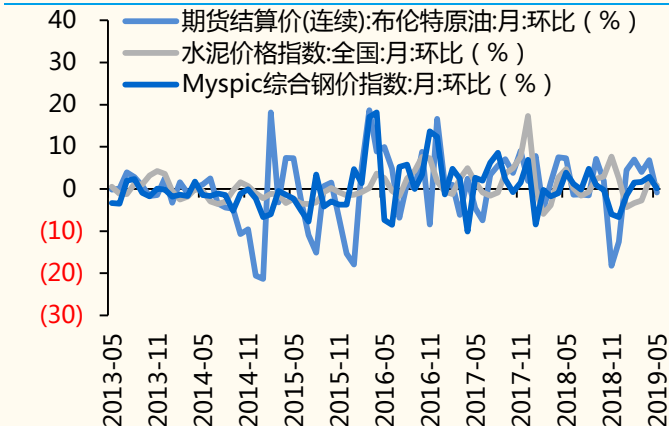
值下降 (-0.9%, 前值 6.9%), 水泥价格均值上升 (0.9%, 前值 2.0%), 钢铁价格均值上升 (0.1%, 前值 2.9%), 有色价格均值下降 (-3.1%, 前值 0.1%)。

图表 15: 5 月以来猪肉和水果价格均值上涨



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 16: 5 月以来原油价格均值下降

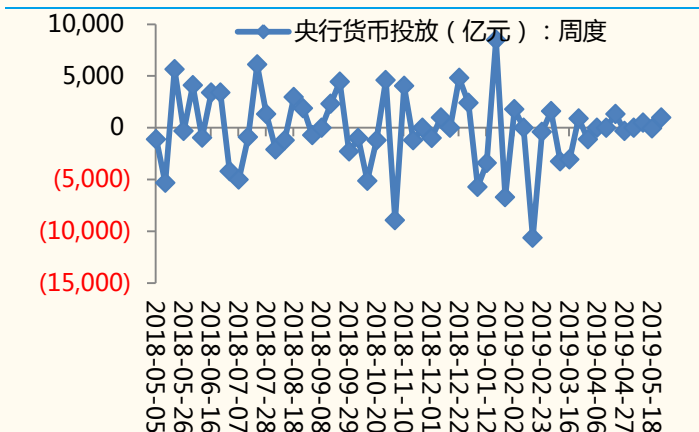


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面, 资金价格整体上升, 债券收益率分化, 人民币兑美元微升, 全球股市下跌, 国内工业品价格上涨。

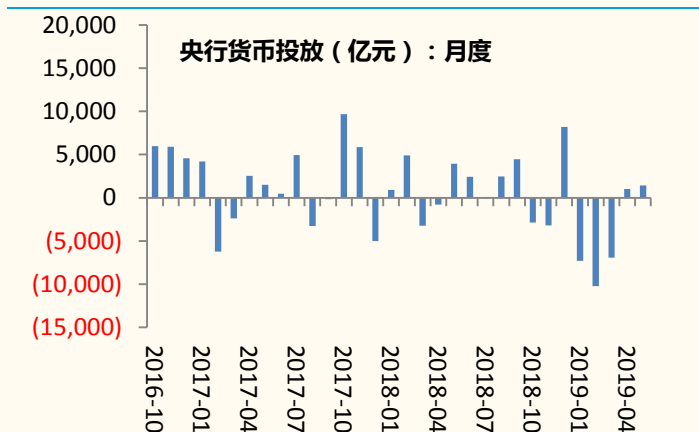
- 货币市场方面, 上周央行净投放资金 1000 亿元, 资金价格整体上升, 资金面有所收紧。从资金投放量来看, 上周央行净投放资金 1000 亿元, 均为 7 天逆回购。资金价格整体上升, 资金面有所收紧。具体来看, 上周 R001 上行 18bp, R007 下行 3bp; DR001 上行 19bp, DR007 持平前置。R001-DR001 下行 1bp, R007-DR007 下行 3bp, 说明银行融出资金意愿上升, 非银行金融机构融资成本下降。
- 债券市场方面, 到期收益率国债和企业债分化, 期限利差整体分化, 信用利差收窄。具体来看, 1Y 国债到期收益率上行 1bp, 1Y 国开债到期收益率上行 2bp; 10Y 国债到期收益率上行 5bp, 10Y 国开债到期收益率上行 2bp; 1YAAA 企业债到期收益率上行 1bp, 1YAA 企业债到期收益率下行 3bp, 10YAAA 企业债到期收益率下行 2bp, 10YAA 到期收益率下行 3bp。
- 外汇市场方面, 人民币兑美元微升, 美元指数下跌, 即期市场量下降。上周, 在岸人民币兑美元汇率微升。美元指数下跌, 美元兑日元、欧元贬值、兑英镑升值。
- 股票市场和商品市场方面, 全球股市下跌, 黄金价格上涨, 原油价格大跌, 国内工业品价格上涨。国内股市方面, 上证综指下跌 1.0%; 创业板指下跌 2.4%。国外股市方面, 道琼斯工业指数下跌 0.7%, 纳斯达克指数下跌 2.3%, 德国 DAX 下跌 1.9%。国内商品市场方面, 螺纹钢价格上涨 3.1%, 铁矿石价格大涨 3.5%, 焦炭价格大涨 7.3%。国际大宗商品方面, COMEX 黄金价格上涨 1.0%; ICE 布油价格大跌 5.8%, LME 铜下跌 1.6%。

图表 17：上周央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：5 月以来央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：05/20-05/24 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值（%）	周变动（bp）	月变动（bp）	年变动（bp）
银行间质押式回购加权利率：1天(R001)	2.38	18	26	(15)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.53	(3)	(21)	(60)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.34	19	25	(13)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.55	0	(11)	(49)
R001-DR001(bp)	4	(1)	1	(2)
R007-DR007 (bp)	(1)	(3)	(10)	(11)
SHIBOR:隔夜	2.34	21	26	(21)
SHIBOR:1周	2.59	0	(9)	(31)
7日年化收益率:余额宝	2.29	(0)	(7)	(33)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.20	(3)	(4)	(19)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.41	0	(25)	(31)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.67	50	57	52

来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，Wind 资讯，天弘基金管理有限公司，温州市金融办，国金证券研究所

图表 20：05/20-05/24 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.70	2.66	2.69	1	0	9
中债国债到期收益率:10年	3.33	3.27	3.31	5	(7)	9
中债国开债到期收益率:1年	2.82	2.80	2.82	2	(10)	7
中债国开债到期收益率:10年	3.71	3.68	3.69	2	(12)	5
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.33	3.30	3.33	1	(9)	(26)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.46	4.44	4.44	(2)	(16)	11
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.56	3.55	3.56	(3)	(14)	(57)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.55	5.52	5.52	(3)	(19)	10
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	64	61	62	3	(8)	(1)
中债国开债期限利差	90	88	88	(0)	(2)	(1)
中债企业债期限利差(AAA)	116	112	112	(3)	(7)	38
中债企业债期限利差率(AA)	199	197	197	0	(5)	68
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	66	62	63	(0)	(9)	(35)
中债企业债信用利差(AAA):10年	118	112	113	(6)	(8)	3
中债企业债信用利差(AA):1年	90	85	86	(4)	(14)	(66)
中债企业债信用利差(AA):10年	227	221	221	(7)	(11)	2
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99	99	99	-0.3%	0.1%	-0.4%
CFETS 10年期国债期货	97	97	97	-0.7%	0.1%	-1.0%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：05/20-05/24 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.92	6.90	6.91	-0.1%	2.5%	0.6%
美元兑离岸人民币	6.95	6.91	6.92	-0.4%	2.7%	0.7%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	321	78	125	-223	113	81
即期询价成交量：美元兑人民币			350.1	-0.2	-10.5	69.7
USDCNY: NDF 1年			6.96	-0.4%	2.7%	0.9%
CFETS人民币汇率指数			93.76	0.0%	-2.0%	0.5%
巨潮人民币实际有效汇率指数	120.82	120.46	120.57	0.1%	-2.2%	1.5%

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_12370

