



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2025 年第 04 期总第 1231 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2025 年 01 月 14 日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
加快推进新一轮资本市场改革开放	1
全国商务工作会议在京召开	1
国办出台措施繁荣文旅消费	1
特朗普智囊团抛出关税新设想	2
韩国公调处要求执行尹锡悦逮捕令	3
货币市场	3
央行等上调跨境融资宏观审慎调节参数	3
人民币股票产品或“好事将近”	3
监管动态	4
强化香港离岸人民币业务枢纽地位	4
金融监管总局提示三类诈骗手法	4
金融行业	4
第 18 届亚洲金融论坛开幕	4
保险行业建立利率挂钩机制提升定价效率	5
重点产业	5
培育壮大数据标注产业	5
化工石化产业绿色低碳转型仍存困难	5
地方创新	6
黑龙江：新发布 11 项冰雪经济领域地方标准	6
青海：推进综合运输大通道大枢纽建设	6
深度分析	7
穿越危机启示录——日本 50 年资产价格复盘	7

宏观经济

加快推进新一轮资本市场改革开放

1月11日,证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会,与专家学者、媒体负责人、上市公司、内外资机构代表深入交流,充分听取意见建议。座谈中,大家一致认为,随着新“国九条”及资本市场“1+N”政策体系落实落地,一揽子有针对性的增量政策接续发力,资本市场总体保持平稳运行,更加注重投资者回报的市场生态进一步形成,对各类资金的吸引力明显提升。同时,与会代表围绕走好中国特色金融发展之路,进一步做好资本市场改革发展和监管工作提出了具体建议,包括:更加注重投融资平衡,从推动完善会计处理、考核机制等方面进一步打通中长期资金入市卡点堵点,持续完善有利于“长钱长投”的政策体系,加快公募基金改革,壮大长期资本、耐心资本;完善发行上市、再融资、减持等制度,增强制度包容性、适应性,更好支持科技创新和新质生产力发展;拓展优化QFII和沪深股通机制,持续推进资本市场高水平制度型开放等等。

全国商务工作会议在京召开

1月11至12日,全国商务工作会议在京召开。会议强调,2025年全国商务系统要自觉把思想和行动统一到党中央决策部署上来,重点做好八个方面工作:一是推进提振消费专项行动,加力扩围实施消费品以旧换新。二是全力以赴稳外贸,推动贸易高质量发展。加快培育外贸新动能,拓展跨境电商,发展绿色贸易,推动贸易数字化。三是促进吸引外资稳存量扩增量,营造一流营商环境。有序扩大自主开放和单边开放,持续打造“投资中国”品牌,发挥国家级经开区引资载体效应,强化外资企业服务保障。四是主动对接国际高标准经贸规则,高水平建设开放平台。五是推动产业链供应链国际合作,提升对外投资合作质量水平。六是加强务实经贸合作,推动高质量共建“一带一路”走深走实。完善经贸合作机制,深化“丝路电商”合作,统筹推进标志性工程和“小而美”民生项目,统筹传统领域和新兴领域合作。七是积极参与全球经济治理,加强多双边区域经贸合作。八是防范化解重大风险,坚决维护国家安全。

国办出台措施繁荣文旅消费

1月13日,国务院办公厅近日印发《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》,提出6个方面18项具体措施。《若干措施》提出,强化财政金融支持,允许地方安排地方政府专项债券资金支持符合条件的文化和旅游类项目。扩大文旅有效投资,支持符合条件的文化和旅游类项目发行基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)。加快重组中国旅游产业基金,引导社会资本和金融机构加大对旅游业的投入。在丰富消费惠民举措方面,《若干措施》提出,实施消费惠民让利行动。实施“百城百区”文化和旅游消费行动计划,发挥国家文化和旅游消费示范(试点)城市作用,联动金融机构、文旅企业,将更多优质资源投向文旅领域。鼓励有条件的地方根据当地实际推出文化和旅游消费券、消费满减和积分奖励兑换、抽奖等优惠措施。

在扩大特色优质产品供给方面,《若干措施》明确,推出特色旅游产品。启动实施冰雪旅游提升计划,提高冰雪旅游产品供给品质。

2024 年外贸实现“三量”齐升

1 月 13 日,海关总署发布数据显示,2024 年,我国外贸实现质升量稳的目标。全年进出口总值 43.85 万亿元,同比增长 5%,规模再创历史新高。其中,我国出口规模首次突破 25 万亿元,达到 25.45 万亿元;进口 18.39 万亿元,同比增长 2.3%。同日,在国新办举行的“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会上,多位海关总署相关负责人表示,2024 年,我国外贸取得令人瞩目的成绩,实现了总量、增量、质量的“三量”齐升。下一步,海关总署将加力抓好已有政策措施的落实和跟踪问效,聚焦企业的痛点、难点、堵点,适时推出更多更有针对性的稳外贸措施。继续全面深化海关改革,充分释放发展潜力,出台新一轮支持综合保税区高质量发展举措,推出海关对海南自由贸易港的监管办法等。此外,2024 年,我国新产品新业态新品牌不断涌现,外贸含“新”量不断上升,更多高科技属性的新产品加速出海,电动汽车、3D 打印机、工业机器人出口分别实现了 13.1%、32.8%、45.2% 的增长。

特朗普智囊团抛出关税新设想

1 月 14 日,记者获悉,美国候任总统特朗普的经济团队正在讨论逐月缓慢提高关税,以循序渐进的方式增加谈判筹码同时也尽力避免通胀飙升。设想之一是制定累进关税时间表,每月上调约 2%至 5%。这一方案也将需要依赖《国际紧急经济权力法》(IEEPA)赋予的行政权力。不过,该建议还处于早期阶段,也尚未提交给特朗普本人,正处于酝酿过程的初级阶段。参与该计划的顾问包括财政部长提名人斯科特·贝森特(Scott Bessent)、将出任国家经济委员会主任的凯文·哈塞特(Kevin Hassett)以及被任命为经济顾问委员会负责人的斯蒂芬·米兰(Stephen Miran)。此前有消息称,特朗普考虑宣布国家经济紧急状态,以便为普遍关税提供法律依据。《国际紧急经济权力法》单方面授权美国总统在国家紧急状态时期管理进口,特朗普据悉对该法青睐有加,原因是其在关税实施方式方面赋予普遍的管辖权,且未严格要求以“国家安全”为依据证明关税的必要性。

贸易保护主义破坏全球经济稳定

1 月 14 日,记者获悉,联合国前副秘书长法布里齐奥·霍克希尔德表示,如果美国新一任政府就职后提出新的保护主义关税政策,对中国、加拿大、墨西哥等贸易伙伴加征关税,将损害全球贸易、扰乱供应链、加重美国消费者负担,对全球经济造成负面影响。此前,美国多次挥舞贸易“霸凌”武器,挑起针对贸易伙伴的经贸摩擦。霍克希尔德回顾相关政策时表示,关税不能促进经济发展,反而推高消费者成本,削弱国内正常市场竞争,阻碍经济增长。他以汽车行业为例指出,由于许多美国汽车零部件在国外生产,加征关税将提高产业生产成本,导致汽车价格上涨,最终损害消费者利益。历史表明,单边关税措施扰乱供应链并破坏经济稳定。贸易争端应通过世界贸易组织等多边机制解决,否则“将损害所有相关方利益”。更令人担忧的是错误的贸易政策可能导致全球经济碎片化,减缓全球增长步伐。他强调,全球相互依存能够

促进合作，减少地缘政治紧张，这也是过去几十年经济繁荣的“关键推动力”。

韩国公调处要求执行尹锡悦逮捕令

1月12日，据韩国媒体报道，韩国高级公职人员犯罪调查处（公调处）12日晚向国防部及总统警卫处发送协助公文，要求协助执行对被停职总统尹锡悦的逮捕令。公调处在发给国防部的公文中称，如有军队人员妨碍执行逮捕令，将因“妨碍执行特殊公务”受刑事处罚。若发生人员受伤或物品损失等情况，军队还需承担相应赔偿等民事责任。在发给总统警卫处的公文中，公调处指出，若有警卫处人员妨碍执行逮捕令，将面临刑事处罚和民事赔偿，且将丧失公务员身份和再聘用资格，退休金也将受影响。公调处要求国防部事先采取措施，以免军队人员遭受损失，同时要求总统警卫处不得再增加人员或装备。公调处还说，警卫处人员即使不响应阻止执行逮捕令的命令，也不会因“玩忽职守”而面临处罚。韩国公调处3日对尹锡悦执行逮捕令，但遭到总统警卫处阻拦，双方对峙数小时后未果，公调处最终决定暂停逮捕。

货币市场

央行等上调跨境融资宏观审慎调节参数

1月13日，央行和外汇局公告称，自1月13日起将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75。东方金诚首席宏观分析师王青表示，上调企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数，能够增加企业和金融机构跨境资金来源，进而增加境内美元流动性，缓解汇市美元供求偏紧状况。“这是继1月9日央行决定在香港市场大规模发行600亿元央票之后，监管层在较短时间内再度释放稳汇率的清晰政策信号，旨在防范短期内人民币贬值预期过度聚集，维护汇市稳定运行。”除了强化在岸市场人民币中间价调控、适度调节离岸市场人民币流动性、上调企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数之外，监管还可择机动用下调境内企业境外放款的宏观审慎调节系数（控制资本外流）、下调外汇存款准备金率（在境内释放更多美元流动性）、下调境内美元存款利率（抑制境内购汇需求）、上调远期售汇风险准备金率（抑制境内购汇需求）等政策工具。

人民币股票产品或“好事将近”

1月13日，中国香港特区金管局总裁余伟文称，“与人民币股票产品相关的政策已获通过，中国香港已准备就绪，人民币股票产品即将推出市场。”“因地缘政治等因素，全球经济将迎来不明朗和多变的一年。中国香港金融系统发展稳健，当局一直持续留意美国政策对港影响，会做好应变计划。”采取措施持续巩固作为全球最大离岸人民币中心，将成为中国香港特区的核心应对思路之一。整体而言，为推动人民币国际化，香港仍将继续采取加强人民币流动性、推动跨境人民币支付及全球人民币交易量等措施。人民币股票产品，因其属于以人民币计价的投资产品，则正是加强人民币流动性的核心手段之一。其和一系列相关改革措施配套，也被认为能起到给港股市场带来更多增量资金、不断提升港股上市公司流动性和价值发现功能的作用。随着人

民币跨境收付金额和在全球支付的占比持续增长，“港币-人民币双柜台模式”被认为能提供方便渠道让相关投资者以人民币配置资产，助力人民币国际化推进。

监管动态

强化香港离岸人民币业务枢纽地位

1月13日，香港金融管理局联同中国人民银行宣布新措施，以进一步深化香港和内地金融市场互联互通，强化香港作为全球离岸人民币业务枢纽的地位。其中包括两地支付便利、大湾区金融便利和人民币贸易融资流动资金安排。香港金管局与中国人民银行正积极推动落实两地快速支付系统与香港的转数快的互联，此互联将提供全天候服务，让两地居民可以透过输入收款方的手机号码或帐户号码，进行即时小额跨境汇款。部分的服务预计最快在今年年中推出，根据实施情况和经验，有序地逐渐扩展及完善服务，有助推动两地更广泛的经济合作与交流。具体安排方面，推出了香港金管局人民币贸易融资流动资金安排：香港金管局将推出人民币贸易融资流动资金安排，为银行提供稳定及成本较低的资金来源，支持银行向企业提供人民币贸易融资服务。该安排总额度为1,000亿元人民币，香港金管局会向银行提供为期1个月、3个月和6个月的人民币流动资金，利息将参考在岸利率加上点差。

金融监管总局提示三类诈骗手法

1月13日，国家金融监督管理总局发布防范冒用金融监管名义实施诈骗的风险提示称，近期有不法分子冒充金融监管部门或者工作人员，打着“P2P清退回款”“消除不良征信”“受理投诉”等旗号实施诈骗。提示指出，以上诈骗手法均为非法冒用金融监管部门名义，利用部分金融消费者急于解困、挽回损失、自证清白等心理特点进行诈骗。为保护广大消费者信息安全、财产安全等合法权益，国家金融监督管理总局建议，金融监管部门不直接办理金融业务，也不会与消费者有任何资金往来。金融监管部门从未设立或者授权设立P2P、投资理财等“回款渠道”，不会通过QQ群、微信群、交易平台等面向社会公众开展资金清退工作。消费者需选择正规机构的合法金融服务。消费者如果有借款、理财、保险等金融需求，应通过具备相应业务资质的机构获取金融服务。切勿盲目相信陌生来电、短信、广告传单、社交媒体等非正规途径推销的“低息快捷”“免抵押担保”贷款业务及“保本高收益”理财产品等。

金融行业

第18届亚洲金融论坛开幕

1月13日，由香港特区政府及香港贸易发展局合办的亚洲金融论坛在香港会展中心正式开幕。论坛以“启动增长新引擎”为主题，一连两日邀请逾130名全球政商领袖、金融专家、投资权威、商界翘楚、科技专家及知名经济学家，分析全球局势，解析金融政策，促进全球合作，共同探讨未来经济增长新力量。中国人民银行行长潘功

胜在开幕演讲中提到,近年来,人民银行会同相关部门推动实施债券通、沪深港通、跨境理财通、互换通、与香港金管局签署货币互换等一系列务实举措,支持香港离岸人民币市场发展取得长足进步,为香港国际金融中心建设提供了新动能。未来央行将聚焦四个重点方向,继续全力支持香港国际金融中心建设。一是支持香港资本市场发展,持续深化金融市场互联互通;二是做大做强香港离岸人民币业务枢纽地位;三是强化香港国际资产管理中心和财富管理中心功能;四是坚决维护香港金融稳定和安全。

保险行业建立利率挂钩机制提升定价效率

1月13日,国信证券发布保险行业建立预定利率与市场利率挂钩机制点评。根据财联社报道,金融监管总局向业内下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》(以下简称“《通知》”),提出要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制,引导公司强化资产负债联动,科学审慎定价。国信非银观点:受长端利率下行及权益市场低位震荡等因素影响,保险公司资产端投资收益持续承压,进而加剧负债端与资产端利率错配的风险。随着定价利率动态调整机制的建立,国信证券预计未来人身险行业将继续深耕产品多元化,向“低保底+高浮动”分红型产品发展,在保险回归保障的同时优化负债端成本管理。未来,预计随着分红险保费收入占比的持续提升,叠加新会计准则实施,有利于提升险企对于以 OCI 股票为代表的权益类资产配置需求,以及对长期股权投资为代表的中长期优质资产的配置占比。

重点产业

培育壮大数据标注产业

1月13日,记者获悉,数据标注通过对数据加工处理,以提升数据供给质量,推动人工智能发展。国家发展改革委13日发布消息,国家发展改革委、国家数据局等部门近日印发《关于促进数据标注产业高质量发展的实施意见》,提出到2027年,数据标注产业专业化、智能化及科技创新能力显著提升,产业规模大幅跃升,年均复合增长率超过20%。业内专家认为,高质量数据短缺是当前人工智能大模型发展中遇到的瓶颈。数据标注产业是对数据进行筛选、清洗、分类、注释、标记和质量检验等加工处理的新兴产业,能够产生高质量的数据集,让机器读得懂、学得快、训得好。意见提出培育一批具有影响力的科技型数据标注企业,打造一批产学研用联动的创新载体,建设一批成效明显、特色鲜明的数据标注基地。针对当前人工智能对于公共数据标注需求越来越多的情况,意见提出释放公共数据标注需求,深化人工智能在政务服务、等领域应用,编制公共数据标注目录,依法依规有序推动公共数据标注与开发利用。

化工石化产业绿色低碳转型仍存困难

1月13日,由中国石油天然气集团有限公司、中国工程院、中国石油化工集团有限公司多位专家撰写的《我国化工石化产业绿色低碳转型发展研究》(下称《报告》)发表。《报告》称,化工石化产业是国民经济的支柱性产业之一,但能源和资源消耗量、“三废”和碳排放量大,因而加快推动化工石化产业绿色低碳转型是实现产业高

质量发展、建设石化强国的必然要求。目前,我国化工石化产业绿色低碳转型仍存在诸多困难和问题。能源消费和碳排放强度偏高,客观上造成低碳转型难度较大。我国炼油产能利用率为 73%,合成氨产能利用率为 75%,烧碱产能利用率不足 83%,低于国际先进水平。产品结构仍以中低端、大宗基础品种为主,而中高端化学品、化工新材料供应量增长缓慢,难以适应市场需求变化和居民消费升级需要。《报告》建议,正确处理降碳与发展的关系,在推进炼油、合成氨、甲醇等产业加大降碳减排力度的同时,从有限的碳排放空间中预留部分容量,避免延缓把握甚至丧失发展机遇。

地方创新

黑龙江:新发布 11 项冰雪经济领域地方标准

1 月 11 日,黑龙江省市场监管局协同文旅、体育等有关行政主管部门制定并批准发布 11 项冰雪经济领域地方标准,全力为龙江冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游高质量快速发展提供标准技术支撑。新发布的《旅游滑雪场安全与服务规范》《滑雪场场地服务质量规范》《旅游滑雪场雪具大厅服务质量规范》,分别针对滑雪场的安全管理、场地服务质量、雪具大厅服务等重点管理领域和主要服务内容提出明确要求,高标准引领全省滑雪场的经营与管理;《儿童滑冰运动安全管理指南》《儿童滑雪运动安全管理指南》,针对儿童滑冰、滑雪运动安全等问题给出详细标准化解决方案;《冰雪旅游目的地建设与服务指南》《“龙游优品”品质旅游认证通用要求》《竞速类滑冰场地测速系统设计标准》《旅游业伴手礼文创设计指南》则从标准化的角度,分别对黑龙江省冰雪旅游目的地建设、旅游品牌创建、冰雪装备制造、伴手礼文创设计等给出多项较成熟的、可复制的标准化工作经验、建议与指引。

青海:推进综合运输大通道大枢纽建设

1 月 13 日,2025 年青海省交通运输工作会议在西宁举行。青海省交通运输厅厅长何灿表示,2024 年,该省交通运输服务支撑现代化新青海建设的先行作用更加凸显,呈现出上述“一突破、两提前、三提升”的特点。青海加快推进综合运输大通道、大枢纽建设,2024 年完成交通固定资产投资 126 亿元,新增公路通车里程 1755 公里,全省公路总里程达 9.12 万公里,其中,高速(含一级)公路里程达 5150 公里。要以交通“大通道”建设促进青海省更好融入全国大局,聚焦构建全省“一轴三廊四通道”综合立体交通网主骨架,完善“出疆入藏”通道布局,推动“通甘达川”联点成网,畅通甘青新、青甘川、青藏三条陆路,加快构建“南下、西出”开放大通道;以运输“大循环”建设助力青海省更好服务全国大局,聚焦打造全省“123 出行交通圈”,打造全国性综合交通双枢纽,强化都市圈、城镇圈交通一体化发展,推进普通国省道待贯通和低等级路段提质升级,实现省内各功能分区、经济板块之间高效循环。

深度分析

穿越危机启示录——日本 50 年资产价格复盘

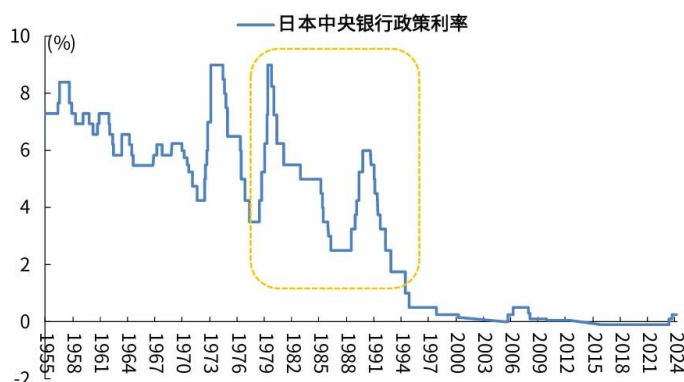
高瑞东（光大证券首席经济学家，
中国首席经济学家论坛理事）
来源：中国首席经济学家论坛

自二战结束以来，日本经济经历了 1980 年代的繁荣狂奔，到 1990 年代初的泡沫破灭，再到 2010 年代的逐步复苏。如果我们对日本经济和资产价格进行简要复盘，基本可以按照其年号分为三个阶段：昭和繁荣（结束于 1989 年）、平成衰退（1989 年—2019 年）、令和开篇（2019 年以来）。

1.1 经济复盘：日美贸易摩擦、日本产业升级

二战后，伴随日本制造业快速发展，日美两国逐步出现了巨大贸易逆差，并引发了两国长达 30 年的贸易摩擦，最终以日本经济过热、泡沫破裂为收尾。二战结束后，日本制造业快速腾飞，选择美国作为主要倾销地，并对本国市场采取保护性战略，导致日美贸易顺差不断扩大，进而引发了两国围绕着纺织品、钢铁、汽车、半导体等发生的多轮次贸易摩擦。美国试图通过关税、日元升值、关税壁垒等方式来缓解美日贸易逆差，但在诸多手段都未见效后，美国施压重点开始转向日本本土，要求日本扩大内需，以加大自美进口。为扩大内需，日本央行持续多次下调利率，流动性快速流向股市和地产。然 1989 年日本当局意识到经济过热，开始连续多次激进加息，银根急剧收紧刺破经济泡沫，日本随后陷入了“失落的 30 年”。

图 1：1989 年日本央行货币政策急速转向



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2025 年 1 月 7 日）高瑞东宏观笔记

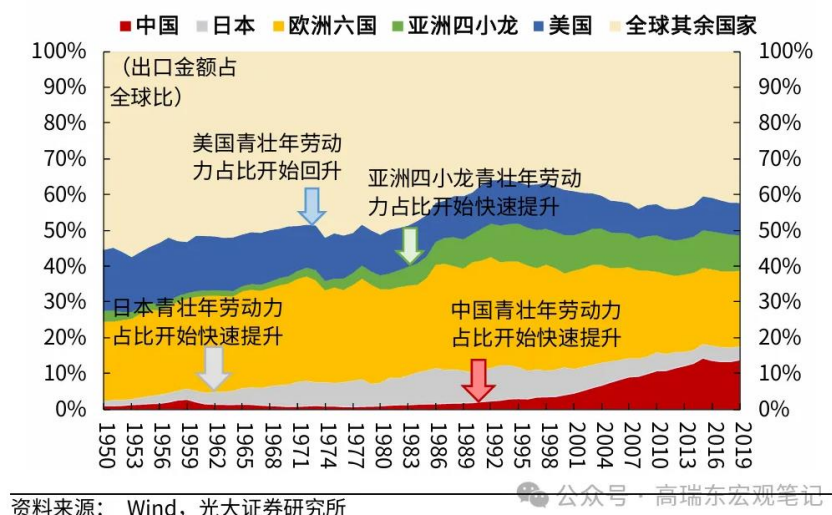
日美之间长达 30 年的贸易摩擦又可以简单拆分为三个阶段：日美贸易摩擦始于 1950-1960 年代，两国矛盾激化于 1970 年代至 1980 年代中期，双方矛盾在 1980 年代中后期至 1990 年代初期达到顶点，并以日本经济泡沫于 1990 年代崩溃作为结束。

（一）摩擦始于 1950-1960 年代，贸易摩擦从轻工业逐步转移到钢铁产品：

二战结束后，日本人口红利开始涌现，劳动密集型产业快速发展，日本廉价产品快速占领美国市场。1955 年，日美之间首次出现纺织品贸易纠纷，在美国压力下，日本自 1956 年 1 月对美出口棉织品实行自愿限制，自此拉开了日美贸易摩擦的序幕。1965

年日本对美贸易开始出现顺差，日美贸易摩擦进一步加剧。1960 年代前期，日美贸易摩擦主要围绕棉纺织、玩具等轻工业产品展开。在 1960 年代中后期开始转到钢铁产品领域，美国钢铁行业多次对日本钢铁企业提起反倾销诉讼，1969 年 1 月日本对美钢铁出口启动自愿限制措施。这一时期，日美中间虽然出现争端，但两国整体保持了良好的贸易关系。一方面，日本贸易体量虽然上升，但 1960 年代中期以前日本对美贸易收支普遍处于逆差状况；另一方面，日本对美出口主要以劳动密集型的轻工业产品为主，对美国的汽车等核心制造业没有构成威胁。

图 2：日本出口金额占全球比例在 1970 年代快速上升



（二）矛盾激化于 1970 年代至 1980 年代中期，贸易摩擦进一步扩大到彩电、汽车和摩托车：

随全球经贸自由化快速发展，日本对美开始出现持续性的贸易顺差，且随着日本产业结构逐步向技术密集型转变，日美间贸易摩擦的领域亦从钢铁扩大到家电、录像机、船舶、汽车、半导体等产品。1970 年 8 月起，美国对日本制造的电视机及相关产品先后采取停止验关、认定倾销、要求日本自愿限制出口等措施，抵制从日本进口。而后，随着两次石油危机的发生，国际油价大幅上升，省油低价的日本汽车等交通工具在美国畅销。1980 年 2 月美国汽车劳动协会要求日本对汽车出口实行自愿限制，1981 年 5 月日本决定将 1981、1983 和 1985 年度的对美汽车出口量分别控制在 168 万台、185 万台和 230 万台。1983 年 4 月，美国开始对来自日本的大型摩托车进口实施特别关税配额措施。

（三）矛盾全面升级于 1980 年代后期到 1990 年代初期，主战场转移至日本本土。

日美贸易摩擦全面升级，美国施压工具进一步转向汇率、结构性经贸协议等。1985 年，美国主导的五国集团会议促成了“广场协议”，施压日元升值，以缓解贸易收支逆差，美元兑日元汇率从 1984 年的 234.3 涨至 1989 年的 131.5。然而，美元贬值并没有达到预期效果，美国对日本的贸易逆差占美国总逆差的比重从 1984 年的 29.9% 上升到 1989 年的 40.5%。这促使美国对日本施压的重点转移到市场开放和结构调整上，超越了以前的进口配额、高关税等传统工具。1989 年 7 月，日美就经济政策进行正式磋商，并最终达成《1990 年日美贸易框架协议》。协议要求日本开放部分国内市场，并直接强制日本修改国内经济政策和方针，承诺扩大内需。之后，日本政府通过举债的方式进行了大量的公共投资，在 1990 年至 2000 年总计实施总计 430 万亿日元的公共投资。在这一期间，美国在关税上也更为激进，意图对日施压。1988 年，美国出台“新贸易法”，增设“超级 301 条款”，允许美国对存在“不公平进口障壁制度

和行为”的国家进行单方面制裁。1989 年 1 月布什总统执政后，美国在对日钢铁、汽车、半导体等领域的贸易摩擦中都动用过“超级 301 条款”。

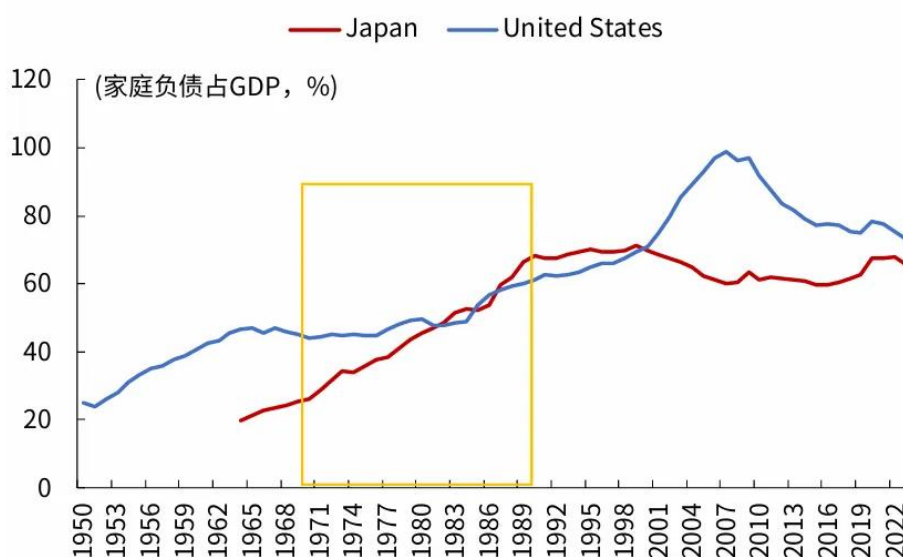
1.2 资产价格：日本各类资产价格均大幅上扬，跑赢美元、美股

令人惊讶的是，伴随日美贸易摩擦持续升级，日本股市、房市、日元整体表现强势。以股市为例，日美贸易摩擦激化期间（1970 年至 1990 年），日经 225 指数的年化涨幅达到 11%。在日美贸易摩擦全面升级的 1985 年至 1989 年间，日本股市更是进入加速上涨时期，日经 225 指数累计上涨 237%，年化涨幅达到 19%。究其原因，1970-1984 年期间的日本资产价格上涨主要受经济的支撑，1985-1989 年期间则是受到流动性极度宽裕的支撑。

1970 年代至 1980 年代中期，虽然日美间贸易摩擦频发，但并未扭转日美贸易顺差，且日本经济整体保持中高速增长、产业结构向高端制造与消费并重的结构转变，进一步支撑了日本股市和居民的消费及投资意愿。

一是，1985 年之前的日美贸易摩擦，局限于钢铁、纺织、汽车、半导体等行业，美国主要施压和谈判手段是迫使日本自愿限制对美出口、自愿限价，并未对日本产品加征大范围规模性的关税，因此并未扭转日本对美贸易顺差及日本整体对外贸易顺差持续扩大的趋势，也没有对日本社会信心造成系统性冲击。

图 3：日本家庭杠杆率在 1970-1990 年期间快速攀升

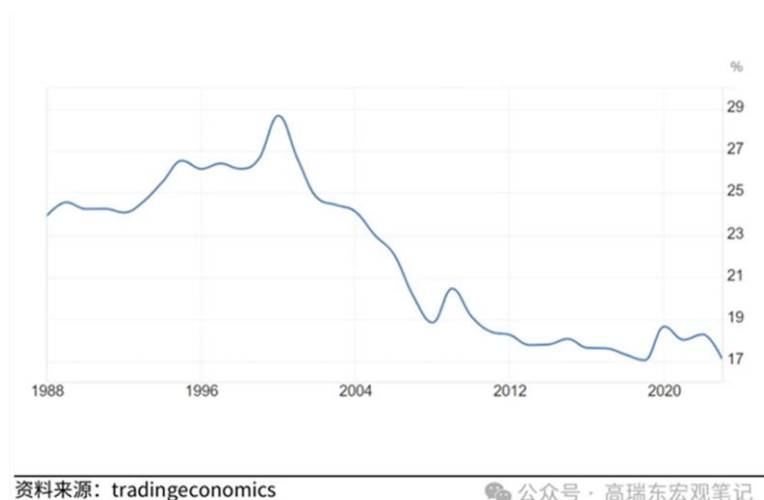


资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2023 年

二是，1970 年代至 1980 年代中期，日本经济处于高速增长期，经济结构实现了从“来料加工”到高端制造与消费并重的转变。从 1970 年到 1980 年，日本年均名义 GDP 增速约为 13.3%，失业率维持在 1%-2% 的低位区间。经济结构方面，两次石油危机和多次公共卫生安全事件推动日本产业政策转向扶持高科技产业（电子信息制造等）、高级组装产业（数控机床、精密机械等）、时兴型产业（高级服装、电子音乐设备等）等知识密集型产业[1]。在政策导向下，消费占日本 GDP 比例自 1970 年的 60% 上升至 1980 年的 69%，中高技术业产值占日本制造业比例从 1970 年的 39% 升至 1990 年的 48.6%。

三是，日本居民保持了较高的投资意愿，杠杆率快速上行。日本居民家庭杠杆率（家庭总负债除以 GDP）自 1970 年的 25.9% 升至 1985 年的 52.1%，提升幅度远超同期美国的 9.8 个百分点。在日本央行多次降息后，居民家庭杠杆率更是加速上升，1985 年至 1990 年的五年内上升 16.3 个百分点至 68.3%。

图 4：日本高科技出口占制成品出口的百分比在 1980 年代持续上行



1985 年之后，日本资产价格上涨主要受到宽裕的流动性支撑。这一阶段日美贸易摩擦全面升级，美国对日本半导体加征 100% 关税。但是在“广场协议”之后，日本央行的货币政策进入极度宽松时期，大量流动性进入股市及房地产市场。在 1985 年到 1990 年期间，日本六大城市的土地价格平均上涨了 3.9 倍。资产价格的上涨进一步支撑了日本社会的自信心，在 1989 年日美开启结构性磋商的前夕，由索尼公司创始人盛田昭夫和右翼政客石原慎太郎合著的，鼓吹日本应该在经济和外交等领域提高自主地位的《日本可以说不》一书在日本一度畅销。

而从美元计价的角度来看，贸易摩擦期间，日本股市涨幅更是远超美股。一方面，彼时美国股市进入“滞涨”阶段，失业率走高，经济低迷，道琼斯指数在 1970 年至 1980 年始终在 800 到 1000 点区间震荡；另一方面，日元在这一时期整体对美元强势升值。

贯穿日美贸易摩擦期间，日元持续性对美元升值，不过，每一阶段的驱动因素不同：

- “广场协议”之前：从 1970 年至 1980 年，日本对美国贸易持续增长，驱动日元升值。美元兑日元汇率自 1971 年 1 月的 358 点升到 1978 年 8 月的 189 点。而后直至 1985 年，因美联储大幅加息，美元进入升值周期，促使日元对美元小幅贬值。
- “广场协议”之后：1985 年“广场协议”签订后，日元对美元有序升值。即使观察日元实际有效汇率[2]，也表现强势。

二、平成衰退：日本资产全面跑输黄金

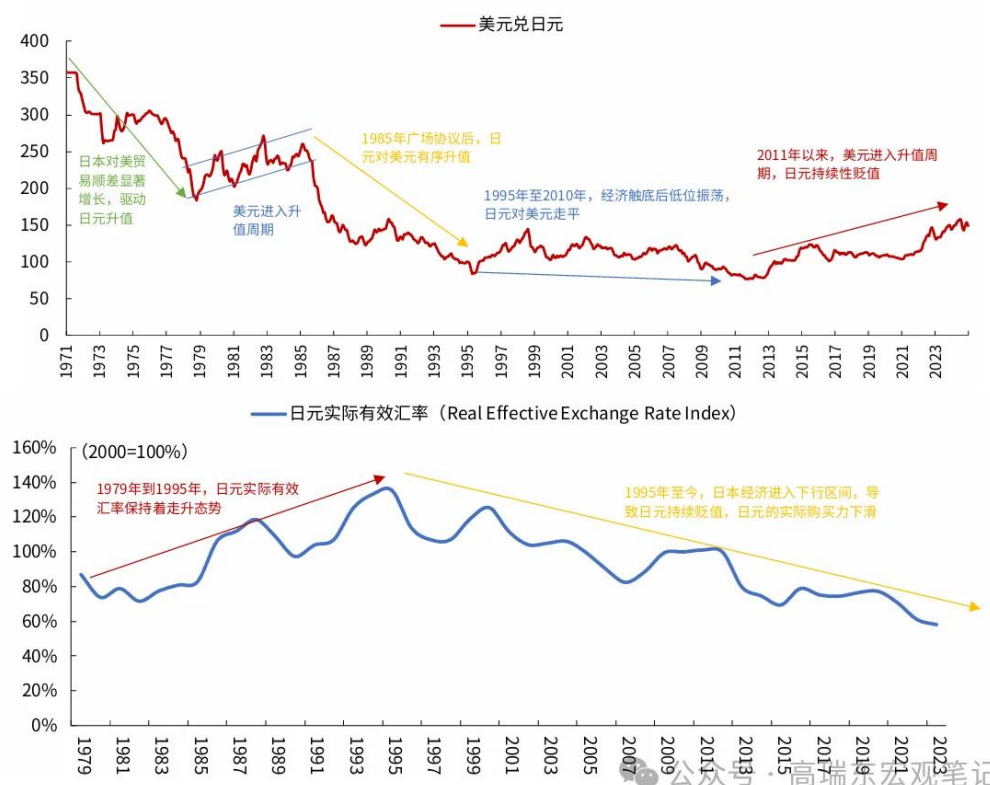
1989 年 1 月 7 日，日本天皇裕仁逝世，结束了长达 64 年的昭和时代。皇太子明仁在日本经济繁荣的最顶点登基，年号由昭和改为平成，日本二战以来经济最为低迷的时期自此拉开序幕。

2.1 经济复盘：贸易摩擦结束、泡沫破裂、中枢下行

1989 年，日本央行主动加息，刺破日本经济泡沫，日美贸易摩擦告一段落。1989 年 5 月开始，日本央行连续五次加息，将贴现率从 2.5% 提高到 1990 年 8 月的 6.0%。此后日本房地产泡沫被刺破，进一步引发经济危机。在经济泡沫崩溃后，日本国内大量企业开始主动将产能转移至东南亚等地，这也使得日本本土对美贸易顺差大幅下滑。1996 年，日本在美国贸易逆差中的比例从 1991 年的 65% 高点下滑到了 28%，日本也从而退出了美国对外贸易摩擦的主舞台。此后，自 1990 年至 2019 年，日本经济经历了 1990 年代的自救、98 年亚洲金融危机冲击后最为悲观的十年和 2010 年代的逐步复苏。

图 5：美元兑日元汇率及日元实际有效汇率表现

图 5：美元兑日元汇率及日元实际有效汇率表现



资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：美元兑日元更新日期截至 2024 年 12 月，日元实际汇率更新日期截至 2023 年）

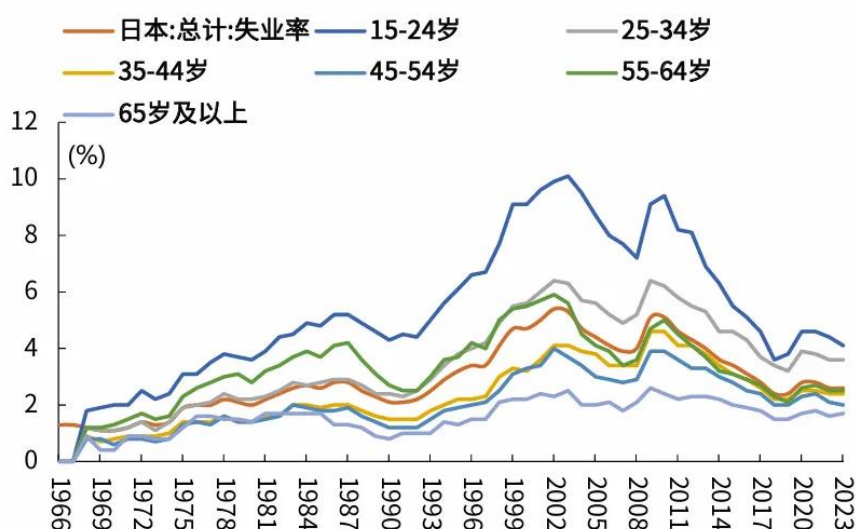
（一）1990 年至 1998 年：日本通过大规模财政刺激、企业出海积极自救。1990 年至 1998 年亚洲金融危机之前，日本经济在泡沫破裂后景气度快速回落，但受日本开启大规模财政刺激（主要投向基建）、日本企业大范围出海等因素的对冲，企业盈利保持稳定，失业率维持在 4% 以下，GDP 名义增速在 1996 年反弹至 2.7%，居民的杠杆率保持在 68% 左右并未下滑。

（二）1998 年至 2009 年：日本经济最低迷的十年，居民开启去杠杆。1998 年亚洲金融危机对日本经济再次造成冲击，日经指数 跌破 13000 点，日本企业营业利润率跌至 1.8% 达到平成时代最低点。此后到 2009 年的 10 年间，是日本经济景气度最低迷的十年，失业率上行至 4% 以上，CPI 同比在 1999 年滑落至 0 以下。这一时期，日本居民开启去杠杆，家庭负债率在 2007 年下滑至低点 60%。2008 年次贷危机再次冲击日本经济，GDP 名义增速在 2009 年跌至 -6.20%，失业率升至 5.1%，达到二战后的最高水平。

（三）2010 年至 2019 年：安倍政府开启“极端”货币政策刺激，经济逐步复苏。2010 年后，日本经济在刺激政策下开始出现复苏迹象，GDP 名义增速有所回升，但整体增长较为温和。2013 年安倍政府上台后，推出了金融、财政、结构性改革等一系列政策，并开始采取“极端”的货币政策，包括在 2013 年推动质化量化宽松政策（QQE）大量购买国债、2016 年实施负利率政策，给日本经济带来生机。随经济提振，失业率持续走低，叠加加大住宅补助金发放等一系列鼓励购房的政策刺激，日本股市、房地产市场持续走向复苏。



图 6：1998 年至 2012 年日本失业率在 4% 以上



资料来源：Wind，光大证券研究所

公众号：高瑞东宏观笔记

2.2 资产价格：“失去的 30 年”里没有日本资产跑赢黄金

日本经济泡沫破裂后，横跨 30 年视角来看（1990 年至 2019 年），持有日元可以跑赢美元，但基本没有日本资产能够跑赢黄金。不过，在其中随着日本企业努力出海开拓新市场，股市中依然存在相当大的结构性机会。

（一）持有日元现金：日元对美元升值，对黄金大幅跑输。

1990 年至 2019 年，日元对美元整体升值，日元（美元计价）累计涨幅达 31.6%。如果以黄金计价来看，同期日元（黄金计价）累计跌幅为 63.6%。

（二）投入股市：日经指数大幅收复失地，但 2019 年尚未回到历史高点，对黄金更是大幅跑输。

2012 年，日本经济得到提振，日经指数从底部开始持续上涨，2012 年至 2019 年累计涨幅达到 178%。但是，以 30 年的长周期视角来看，1990 年至 2019 年，日经指数累计跌幅达 37.9%。以美元和黄金计价来看，同期以美元计价的日经指数累计跌幅达 18.4%，以黄金计价的日经指数累计跌幅达 77.4%。

（三）购买房产：东京房价保持长期底部横盘，对黄金更是大幅跑输。

伴随着老龄化到来，日本东京房价在 2004 年之后进入长期横盘期，直到 2020 年疫情发生后货币政策再次大范围宽松，东京房价才出现显著上涨。然而，以长周期视角来看，1990 年至 2019 年，东京房价累计跌幅达 50.3%。同样，未曾跑赢黄金。

整体来看，似乎除了投资黄金，在经济下行期，日本家庭没有更好的选择。但是，股市依然存在结构性的机会。盘点日本股市在衰退时期的大牛股，大致可以分为三类：出海占领海外市场的高端制造业企业、适应消费降级的消费股、受益于老龄化的生物医药公司。

（一）出海占领海外市场的高端制造业企业：日本企业自日美贸易摩擦后就积极出海寻求市场，并利用技术优势和海外的廉价制造业链条，迅速占领了全球市场。例如，日本汽车行业的丰田汽车，电子行业的东京电子、基恩士，光学仪器制造商奥林巴斯等，均在全球占领了较大的市场份额，其股价也在 1990 年至 2010 年期间屡创新高。

（二）适应消费降级的消费股：平成时代日本人的消费观念向去个性化、理性简约、高性价比的风格转变。快消行业的优衣库、无印良品，以物美价廉为特征的日本

百元店 SERIA，均在经济低迷时期仍然吸引了大量日本消费者。

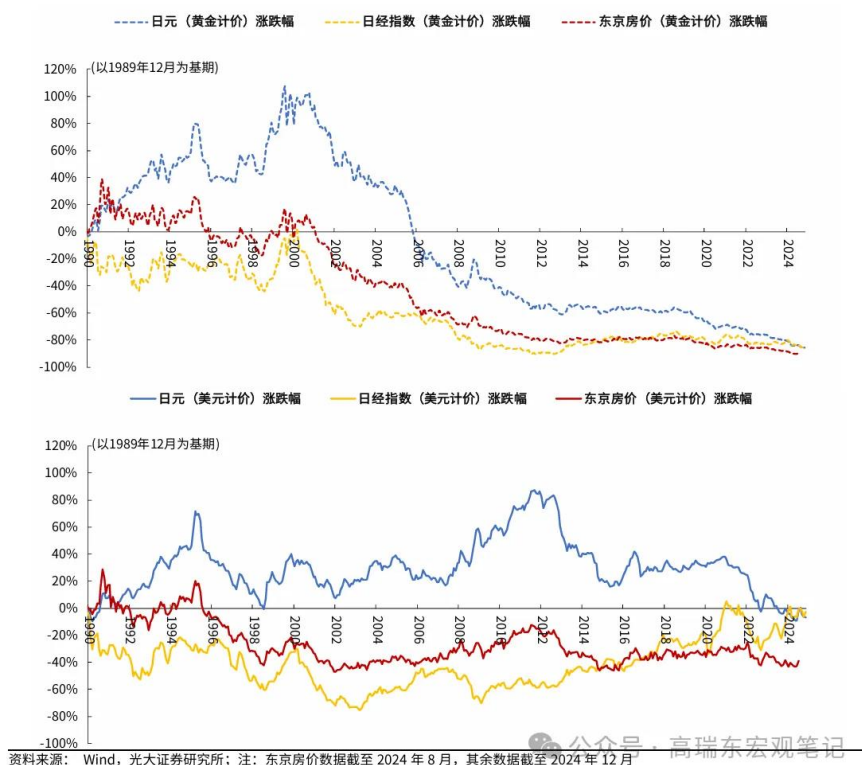
(三) 受益于老龄化的生物医药公司：日本分别于 1969 年、1994 年、2006 年步入了老龄化社会、深度老龄化社会（老龄化率大于 14%）和超级老龄化社会（老龄化率大于 21%），养老介护和医疗需求快速上升。例如养老介护行业的龙头损保控股（Sompo Holdings），医疗行业的中外制药、泰尔茂均受益于老龄化时代的需求快速释放，股价连续刷新新高。

图 7：安倍政府上台后采取“极端”的货币政策，大量购买国债



图 8：日本经济泡沫破裂后，日经指数整体跑赢东京房价

图 8：日本经济泡沫破裂后，日经指数整体跑赢东京房价，但日元、日经指数、东京房价均跑输黄金



三、令和篇：经济复苏时，股票弹性最大

3.1 经济复盘：失业率中枢回落、加息、资本回流

2019 年日本德仁天皇登基，令和时代开启，日本经济继续好转，资产价格加速上行。一方面，日本内生动能逐步复苏，逐步摆脱“通缩陷阱”，GDP 回归潜在产出

水平。在安倍时代开启的漫长的流动性宽松政策的基础上，日元持续性贬值形成了输入性通胀，刺激日本出口，改善日本企业盈利。疫情之后，日本用工短缺进一步支撑员工薪酬同比增速上行，叠加日本政府的一系列财政刺激政策，刺激居民消费支出，推升通胀预期，进一步加速了工资-物价的良性循环，日本 CPI 同比增速自 2022 年 4 月以来升至 2% 以上。据 OECD 预测，2025 年日本实际 GDP 增速将反弹至 1.5%，经济有望在 2026 年恢复到潜在水平。

另一方面，在经济基本面好转等因素的影响下，日本各类资产价格开始恢复，货币政策逐步回归正常化，进一步吸引资金回流。日经指数自 2019 年开始加速上行，在 2024 年 3 月突破 1989 年的高点；日本东京房价缓慢上行。经济的好转及资产价格的恢复吸引海外资金回流日本，近年来日本 FDI 流入量明显恢复，资金一部分流入股市中，另一部分则是投入到电动机械、化工和制药等制造业中。

图 9：2021 年以来日本员工薪酬同比增速呈上升趋势



3.2 资产价格：经济恢复期，股市弹性最大

而如果我们把时间拉短到 2019 年以来进行观察，可以发现在经济恢复期，投入股市是较优选择，而房地产受老龄化和城镇化放缓的拖累，无论是弹性还是绝对价格表现均低于股市。2019 年 1 月至 2024 年 12 月，日本各类资产价格表现变化：

- 投入股市：较优选择，跑赢美元，略逊于黄金。日经 225 指数表现较强，累计涨幅达 90%，即使按照美元计价来看也大幅跑赢；但从黄金计价的角度来看，考虑黄金同期涨幅 111%，因此持有日经的表现依然略逊于黄金。
- 购买房产：弹性远小于股市。虽然近年来东京房价上涨，但其弹性远小于股市，2019 年 1 月至 2024 年 8 月累计涨幅 23%；如果以美元计价和黄金计价来看，则逊于黄金和美元的表现。
- 持有日元现金：跑输美元和黄金。日元兑美元贬值 27%；大幅跑输黄金，对黄金贬值 66%。

免 责 声 明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。