

相关研究

《印度：制造“落后”，服务“超前”——新兴经济研究系列之五》2023.12.22
《大转向，待降息——美联储12月议息会议点评》2023.12.14
《“一带一路”：进展如何？（更新版）》2023.12.03

经济引擎能持续多久？ ——2024年海外经济展望（日本篇）

投资要点：

- 2023年以来日本经济持续增长，表现强劲，与过去几十年持续低迷的增长形成反差。从经济增长贡献来看，推动经济增长的动力主要来自消费、库存以及外需。消费的改善很大程度上与日本持续推出多轮财政刺激方案有关；而外需的改善很大程度上与美欧经济有韧性以及大宗商品价格持续下行有关。
- 往前看，在“春斗”薪资高增、新一轮财政刺激方案出台以及全要素生产率保持稳定的背景下，明年日本经济有望保持稳健。不过也存在风险，主要来自老龄化、少子化加剧以及明年美欧经济下行带来的外部冲击。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

风险提示：货币政策超预期收紧。

目 录

1. 日本：谁在推动经济？	4
2. 内需动力：私人消费+库存回补	5
3. 外需动力：美欧韧性+大宗下行	8
4. 经济展望：稳定，但伴随风险	10

图目录

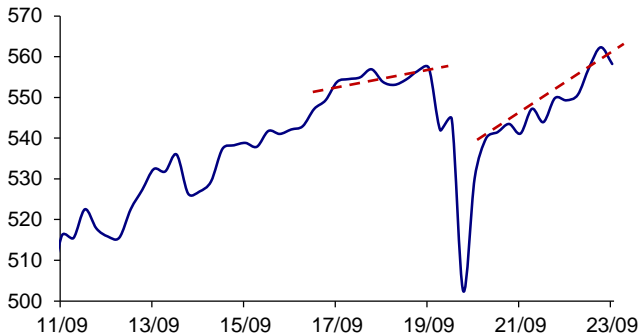
图 1	日本实际经济规模（季调后，万亿日元）	4
图 2	日本实际经济增速处于近 10 年高位（%）	4
图 3	近几年日本实际经济增长高于潜在经济增长（%）	4
图 4	内需与外需对日本实际经济增速的拉动（百分点）	5
图 5	日本私人消费占总内需比重（%）	5
图 6	日本实际私人消费增速与实际内需增速（%）	5
图 7	日本消费分项对经济的拉动（百分点）	6
图 8	日本外出用餐和文娱消费位于 2000 年来高位（%）	6
图 9	日本国外入境旅客人数恢复至疫情前 94% 左右（%）	6
图 10	2020 年以来日本出台了多轮大规模刺激计划（万亿日元）	6
图 11	日本财政支出大幅上升（万亿日元）	7
图 12	日本财政赤字率大幅上升（%）	7
图 13	2023 年“春斗”涨薪 3.6%，93 年以来新高（%）	7
图 14	日本工资增速水平（%）	7
图 15	日本制造业产成品库存同比（%）	7
图 16	日本不同类别产品库存同比（%）	7
图 17	日本贸易逆差从 2022 年底开始不断收窄（十亿日元）	8
图 18	日本出口和进口增速（%）	8
图 19	日本不同经济体贸易差额变化（3 季度-2 季度，亿美元）	8
图 20	日本主要出口经济体（美元计价，%）	9
图 21	日本对美国 and 欧盟出口（亿美元）	9
图 22	近 2 年日元贬值较多，也对出口有一定贡献（%）	9
图 23	日本粮食和能源自给率（%）	10
图 24	日本进口增速与大宗商品价格增速走势趋同（%）	10
图 25	日本实际收入增速连续半年为负（%）	10
图 26	日本全要素生产率持续提振潜在经济增长（%）	11
图 27	日本早已进入超老龄社会（人口普查数据，%）	11
图 28	日本人口持续负增长（‰）	11
图 29	日本经济衰退指数上行至 62.3%，接近警戒线（%）	12

1. 日本：谁在推动经济？

日本经济持续修复。自 2021 年开始，日本经济开始逐步修复。从经济规模绝对水平来看，今年 1 季度，日本实际经济规模水平已恢复至疫情前水平（2019 年 4 季度）。从经济增速水平来看，2021 年以来经济修复速度超过疫情前几年的经济增长趋势（2017-2019 年）。

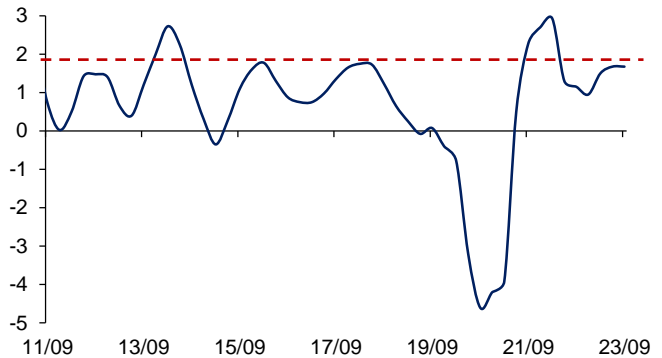
尤其是 2023 年以来经济表现出色，截止今年 3 季度，平均实际经济增速达到 1.7% 左右，为近 10 年相对高位；且同比增速已经连续 10 个季度为正。

图1 日本实际经济规模（季调后，万亿日元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

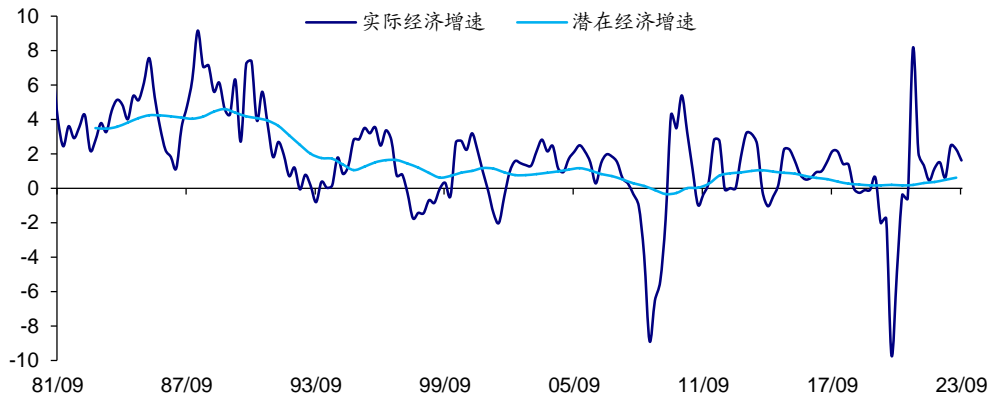
图2 日本实际经济增速处于近 10 年高位 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，注：4 个季度平均。

从潜在经济增长来看，2021 年以来，日本实际经济增长持续高于潜在经济增长。尤其是 2023 年以来，大幅高于潜在经济增长。截止今年 2 季度，日本实际经济增速为 2.5%，远高于潜在经济增速的 0.62%。

图3 近几年日本实际经济增长高于潜在经济增长 (%)

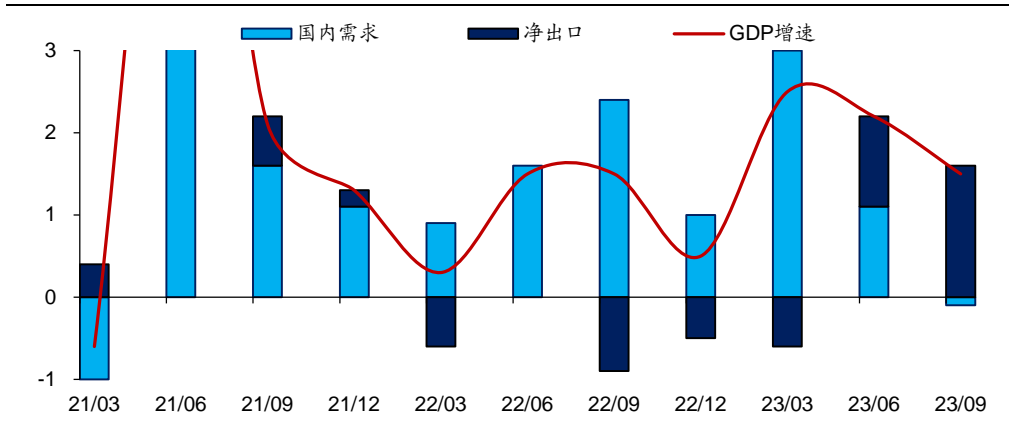


资料来源：Wind，日本央行官网，海通证券研究所

谁在推动日本经济？从经济贡献来看，在今年 3 季度之前，**内需是推动经济修复的主要动力。**自 2021 年 2 季度开始，日本实际经济增速开始转正，其中内需持续强劲是关键，截止今年 2 季度，内需对经济的拉动平均达到 1.9 个百分点。尤其是 2022 年 1 季度至 2023 年 1 季度，内需对经济增长的贡献率平均接近 180.0%。即使今年 2 季度，内需的贡献率有所回落，也有 50.0%。

今年 3 季度，外需接力内需，是经济稳健的主要动力。今年 3 季度内需对经济增长的贡献转负，小幅拖累经济，而外需开始稳定输出，推动经济增长。今年 2 季度外需拉动经济 1.1 个百分点，为 2021 年 4 季度以来首次为正，贡献率达到 50.0%；今年 3 季度，外需拉动经济 1.6 个百分点，贡献率超过 100.0%。

图4 内需与外需对日本实际经济增速的拉动（百分点）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 内需动力：私人消费+库存回补

今年3季度之前内需一直是提振经济的核心，内需动力从何而来呢？

私人消费是支撑内需的关键。国内需求包含较多因素，例如，私人消费、住宅投资、设备投资、存货投资、政府消费与政府投资等等。从结构来看，私人消费占内需的比重虽有所下滑，但整体仍在5成以上，占主导地位。从增速和贡献来看，私人消费增速与内需增速走势较为一致，对经济的拉动水平也较为一致。

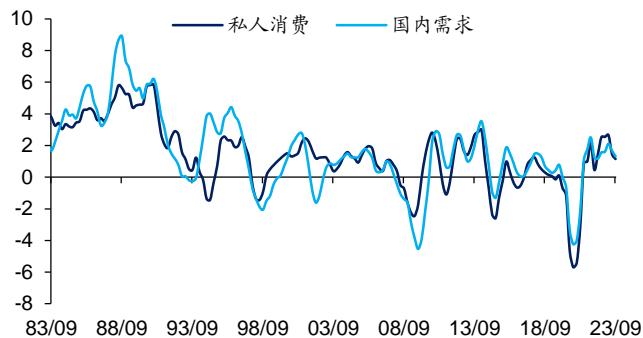
例如，私人消费增速从2020年3季度触底回升，2021年2季度开始转正，进入2022年再度加速增长。其对经济的拉动从2021年下半年开始转正，尤其是2022年至2023年1季度期间拉动贡献最为明显。

图5 日本私人消费占总内需比重（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

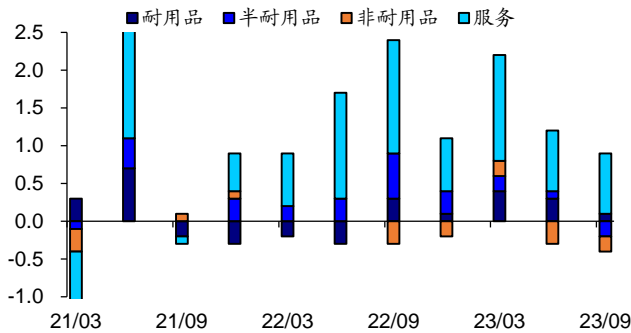
图6 日本实际私人消费增速与实际内需增速（%）



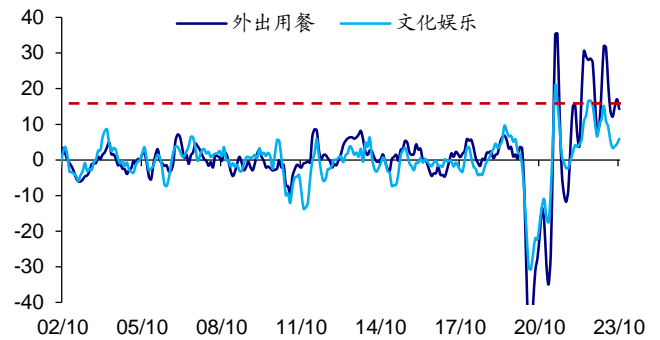
资料来源：Wind，海通证券研究所

从消费结构来看，主要贡献来自服务消费。自2021年4季度以来，日本服务消费增速由负转正，并持续保持稳定增长，近1年平均增速水平在3.0%左右，为90年代以来高点。对经济的拉动也较为明显，是私人消费贡献的主要来源。即使在今年3季度私人消费整体对经济几乎无贡献的背景下，服务消费仍旧拉动经济0.8个百分点。其中，非耐用品和半耐用品消费是3季度的拖累项（分别拖累经济0.2个百分点）。

服务消费中文化娱乐消费和外出用餐消费表现较为突出。二者占总消费支出的份额处于靠前位置，且从2021年底开始快速修复，目前增速水平处于2000年有数据以来高位。尤其是外出用餐增长更强劲，从2022年5月开始持续保持2位数增长。这也与日本旅游数据表现一致，日本入境旅客人数从2022年2季度开始逐步修复，尤其是今年恢复迅速，截止11月，已经恢复到疫情前的93.6%。

图7 日本消费分项对经济的拉动（百分点）


资料来源：Wind，海通证券研究所

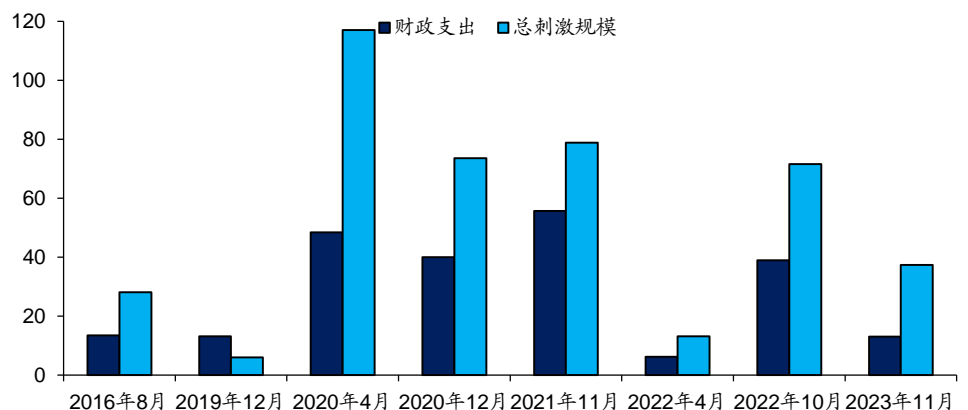
图8 日本外出用餐和娱乐消费位于 2000 年来高位（%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

图9 日本国外入境旅客人数恢复至疫情前 94%左右（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

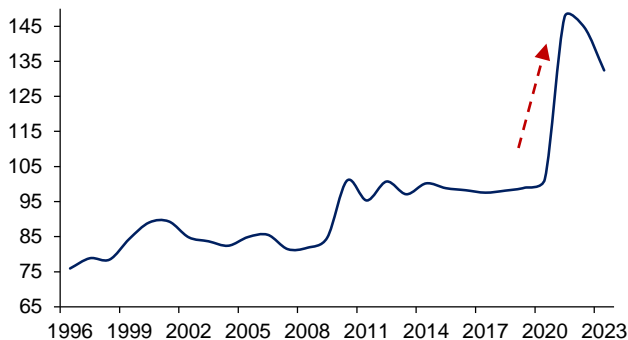
私人消费的增长，一方面或与持续的财政扩张有关。自 2020 年疫情影响以来，为了提振经济，日本除了货币政策持续宽松外，也采取了多轮大规模财政刺激计划。例如，2020 年 4 月就提出了高达 117.1 万亿日元的综合刺激方案；在 2021 年和 2022 年又分别出台了 78.9 万亿日元和 71.6 万亿日元的综合刺激方案。大规模的财政扩张或为消费持续强劲提供了重要动力。

图10 2020 年以来日本出台了多轮大规模刺激计划（万亿日元）


资料来源：日本内阁府，海通证券研究所

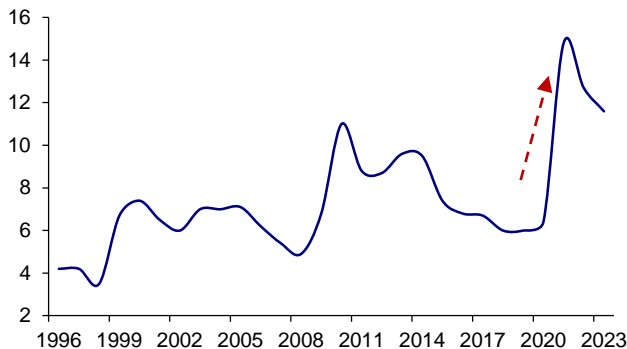
在财政扩张政策下，日本财政支出在 2020 年突破百万亿日元，2021-2022 年更是大幅上升至 140 万亿日元以上，2023 年略有放缓，也在 130 万亿日元左右。日本赤字率也大幅提升，90 年代以来基本在 10% 以内（除 2010 年），2021 年大幅飙升至 14.8%，2022-2023 年有所放缓，也在 12.0% 附近，高于过去几十年。

图11 日本财政支出大幅上升（万亿日元）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

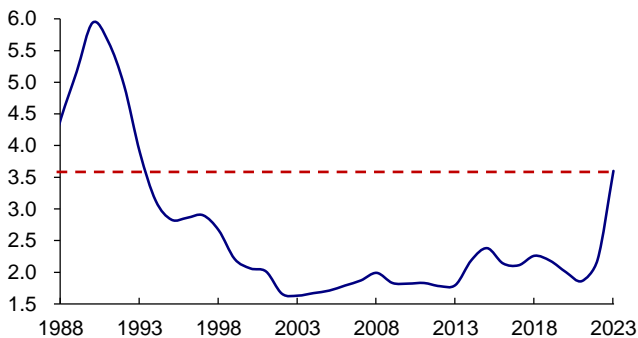
图12 日本财政赤字率大幅上升（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

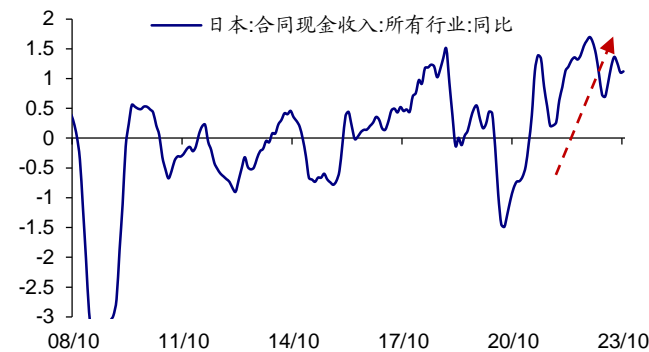
另一方面或与“春斗”薪资谈判有关。“春斗”薪资谈判起源于1955年，在此之前，日本由企业组织的工会与雇主相比，只有微弱的谈判能力。为了克服他们的弱点，当时的工会决定按行业合作，并在春季同时提出一致的工资要求。**2023年“春斗”薪资增长3.6%，明显高于2022年的2.2%，为1993年以来最高水平。**短期来看，对日本名义工资的增长有一定的提振，有助于抵抗通胀，稳住消费。

图13 2023年“春斗”涨薪3.6%，93年以来新高（%）



资料来源：日本厚生劳动省，海通证券研究所

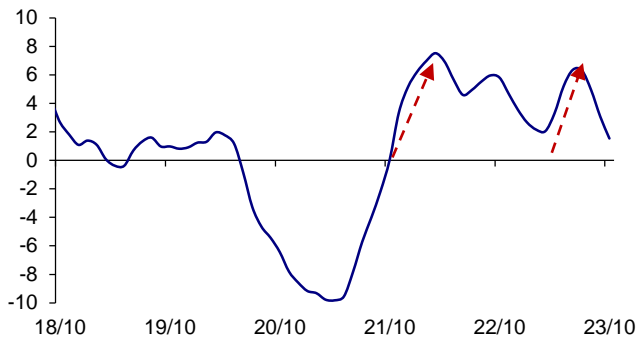
图14 日本工资增速水平（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

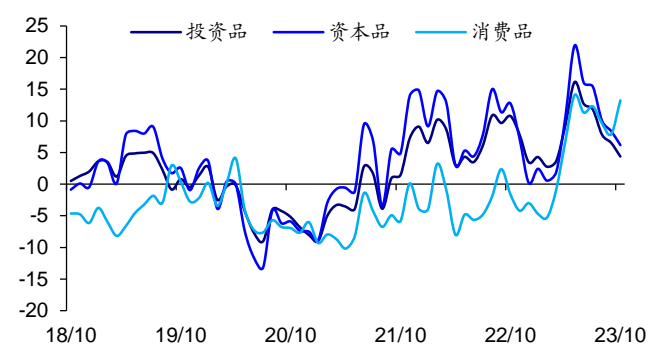
此外，库存回补也对内需有一定贡献。自2021年3季度开始，日本库存变动对经济的拉动转正，持续提振经济修复，连续8个季度为正贡献。今年上半年，日本库存再度迎来回补，4-6月制造业产成品库存平均增速超过6%，对经济稳健有一定贡献。**这一定程度上或与欧美经济保持表现不错有关。**其中，投资品、资本品和消费品都有回补，尤其是资本品回补较多。

图15 日本制造业产成品库存同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 日本不同类别产品库存同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

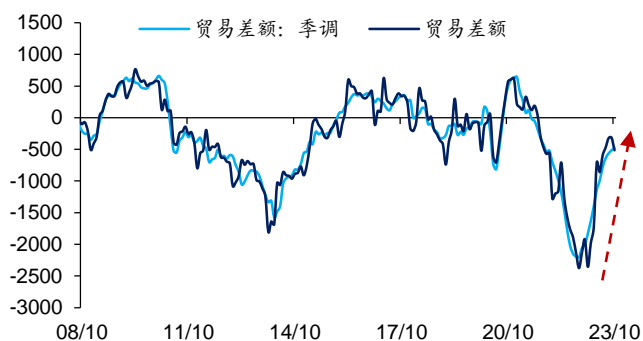
3. 外需动力：美欧韧性+大宗下行

那么，外需为何从今年 2 季度开始表现出色，接力内需，继续推动经济增长呢？

从贸易差额来看，无论是否季调，日本贸易逆差从 2022 年 11 月开始不断收窄。截止 10 月，日本贸易逆差从 2.3 万亿日元逐步收窄到 4000 多亿日元，收窄了 1.8 万亿日元左右。随着贸易逆差的收窄，外需对经济的拉动逐步由负转正，尤其是今年 2 季度和 3 季度分别拉动了 1.1 个百分点和 1.6 个百分点。

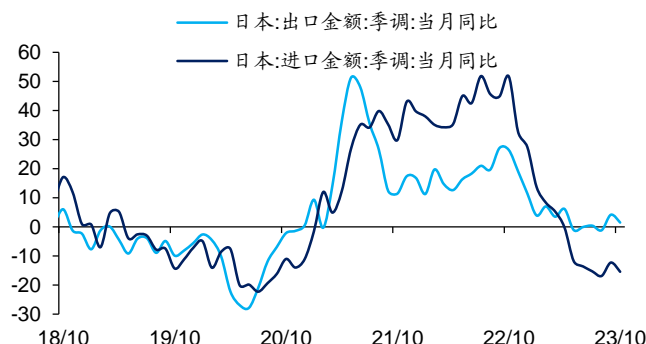
从进出口增速来看，此前贸易逆差扩大在于日本出口增速比进口增速更快的下行，但这一趋势从去年 11 月开始逐步扭转。尤其是从今年 4 月开始，日本出口增速已经开始领先进口增速，逐步在 0% 附近波动，甚至在 9 月-10 月连续为正；而进口增速的跌幅仍在持续扩大，从而带来贸易逆差的不断收窄。

图17 日本贸易逆差从 2022 年底开始不断收窄（十亿日元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

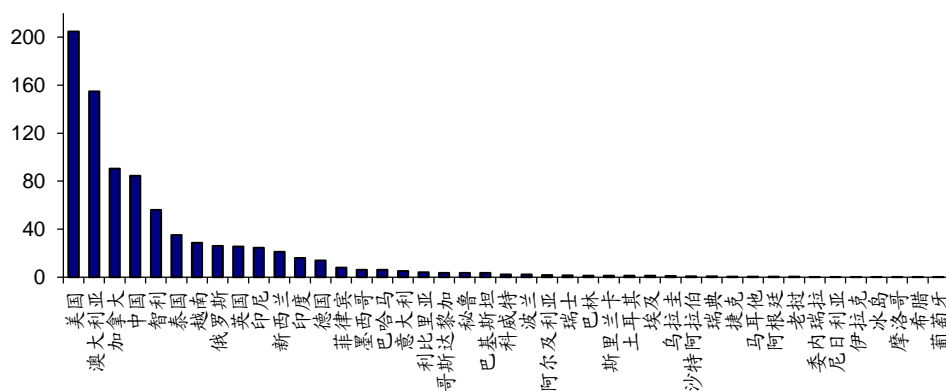
图18 日本出口和进口增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

从不同经济体来看，对日本贸易改善贡献最大的是美国。3 季度相比 2 季度，日美贸易顺差扩大了 200 多亿美元，从年初的 200 亿美元不断扩大至 9 月的 650 多亿美元；其次，为澳大利亚和加拿大，贸易逆差大幅收窄了 155 亿美元和 90 亿美元，尤其是日本与加拿大的贸易逆差转为贸易顺差。此外，日中的贸易逆差也有一定程度的收窄。

图19 日本不同经济体贸易差额变化（3 季度-2 季度，亿美元）

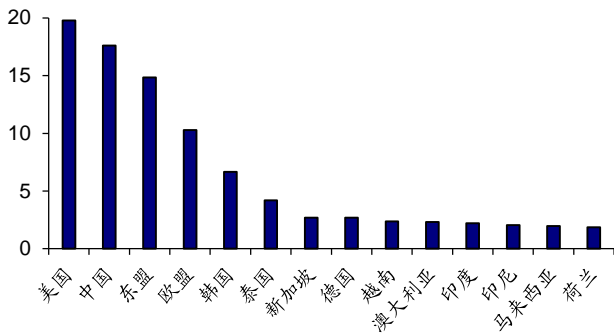


资料来源：Wind，海通证券研究所

进一步来看，出口的改善很大程度上或与欧美经济韧性较强有关。从日本出口对象来看，以美元计价，日本向美国出口最多，份额接近 20%；其次为中国，份额大约 17.6%；次之为东盟和欧盟，份额也在 10% 以上。从过去一段时间出口来看，日本对东盟和中国出口规模在持续放缓，而对美国和欧盟出口在持续扩大。尤其是 2023 年以来对美出口持续扩大，规模水平已经回升到疫情前水平，对美国和欧盟的出口增速也来到疫情前水平。若以日元计价来看，截止 10 月，日本对美国出口额续创历史新高。

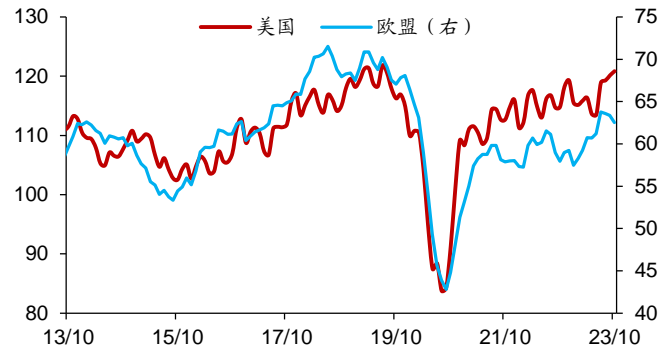
从日本出口产品来看，拉动出口的主要产品是汽车。截止 10 月，以美元计价，汽车出口占总出口的份额为 17.9%，较年初上升了约 4 个百分点，是最主要的出口品。且汽车出口增速也连续半年处于 30.0% 以上。其中，约 35% 左右的汽车输出到美国。

图20 日本主要出口经济体（美元计价，%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2023 年 10 月。

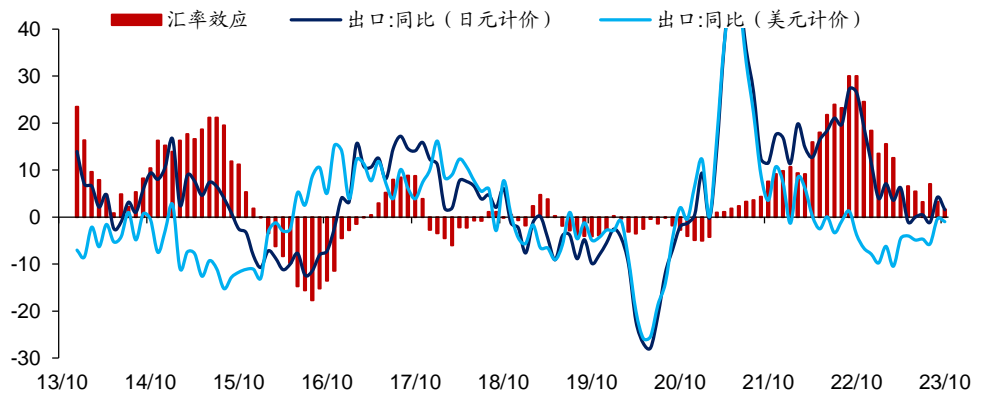
图21 日本对美国和欧盟出口（亿美元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

此外，日元贬值也有一定贡献。自 2022 年欧美央行开始加息以来，日本保持货币宽松，日元不断贬值，第一波为 2022 年初至 2022 年 10 月，日元贬值到 150 以上（美元兑日元）；第二波为 2023 年初至 2023 年 11 月，日元贬值到 151 以上（美元兑日元）。从汇率效应来看，日元贬值对日本出口有一定提振作用。

图22 近 2 年日元贬值较多，也对出口有一定贡献 (%)

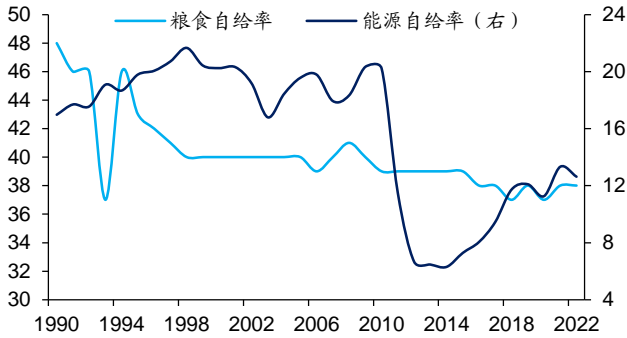


资料来源：Wind，海通证券研究所

进口的回落很大程度上或与大宗商品价格持续回落有关。从日本进口产品来看，矿物燃料占比 22.9%（石油份额超过 10.0%），是最主要的进口商品；其次是电气机械（18.5%）和食品（8.1%）。这很大程度上与日本矿物资源和食物等较为匮乏有关，例如，截止 2022 年，日本粮食自给率从 60 年代的 70.0% 以上降至 38.0% 附近，能源自给率也从 90 年代的 17.0% 降至 12.6%。

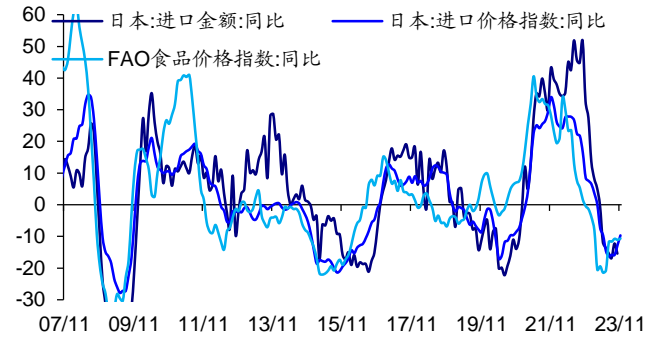
进口对海外的高度依赖，导致日本进口受大宗商品价格影响较大。从趋势上来看，日本进口增速从 2022 年 11 月开始下滑，到今年 4 月跌入负区间。而全球能源价格指数基本上是从 2022 年 10 月开始见顶回落，全球食品价格指数基本上是从 2022 年年中开始见顶回落，这与进口增速和进口价格指数趋势是大体一致的。

图23 日本粮食和能源自给率 (%)



资料来源：日本自然资源和能源署，海通证券研究所

图24 日本进口增速与大宗商品价格增速走势趋同 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 经济展望：稳定，但伴随风险

日本明年经济怎么看？经济引擎还能持续提供助力吗？

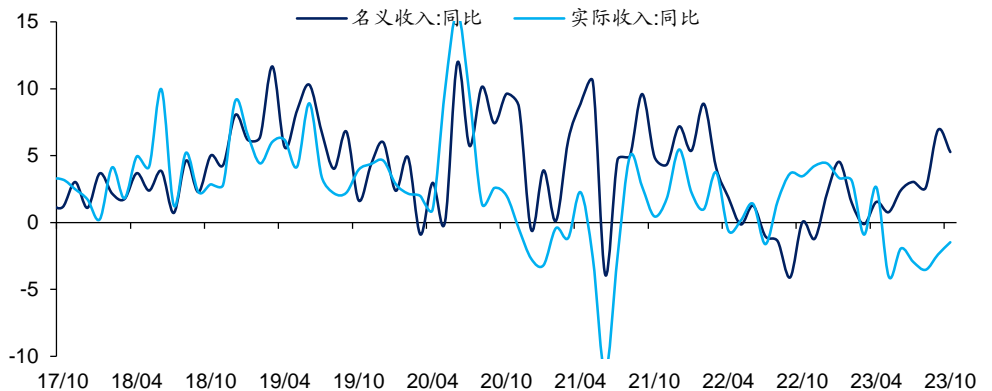
从消费端来看，明年消费或仍有一定支撑。一方面，“春斗”薪资或再度提升。考虑到日本核心通胀在 4.0%以上的高位，尽管名义收入保持高增长，但实际收入增速已经从 5 月跌入负区间，连续 6 个月为负。受此影响，日本居民实际消费增速也已经连续 8 个月为负。为了抵御通胀的影响，日本工会在 2024 年“春斗”谈判中寻求 5.0% 或更高的加薪。工资增长有望继续提振消费。

另一方面，新一轮刺激方案已经出台。11 月 2 日，日本政府召开临时内阁会议，通过了一项包括减税在内的经济刺激计划，总额超过 17 万亿日元。加上地方政府和私营部门的投资，总规模或扩大至约 37.4 万亿日元。

方案主要包括居民所得税减免、补助金发放以及延长能源价格补助等等措施。例如，抑制汽油价格上涨的补贴、降低电费和燃气费用的措施将延长至 2024 年 4 月底；年内向未征收居民税低收入家庭发放 7 万日元补助金，从明年 6 月开始以纳税者本人和扶养家属为对象，每人减免 3 万日元所得税和 1 万日元居民税等等。新一轮财政刺激，有望继续推动消费。

根据日本政府政策预计，本轮刺激政策有望在未来 3 年，平均每年拉动经济增长 1.2 个百分点。

图25 日本实际收入增速连续半年为负 (%)

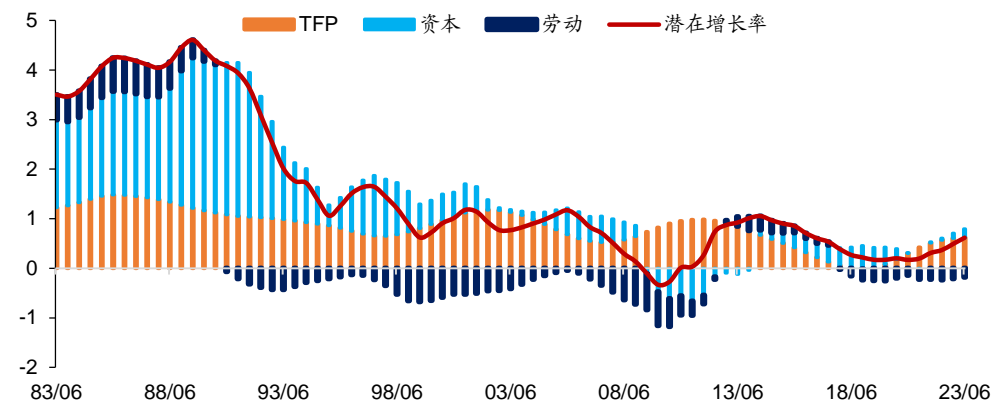


资料来源：Wind，海通证券研究所

从生产要素来看，由于日本老龄化、少子化问题严重，从 90 年代开始，劳动生产要素在大多数情况下均拖累经济增长；资本生产要素对经济一直有稳定的正贡献，不过近几年较为微弱。最近几年对经济增长提供较大动力的实际上是全要素生产率（TFP），TFP 对经济的拉动从 2018 年底触底回升；且从 2020 年开始，TFP 对经济增长的拉动远超于经济增长本身，抵消了劳动生产要素的拖累。

考虑到，明年日本政府或继续加大人才教育培养力度、支援半导体国家基地建设、创设宇宙航空研究开发机构基金等政策措施。明年日本全要素生产率有望保持稳定，为经济稳健提供助力。

图26 日本全要素生产率持续提振潜在经济增长（%）



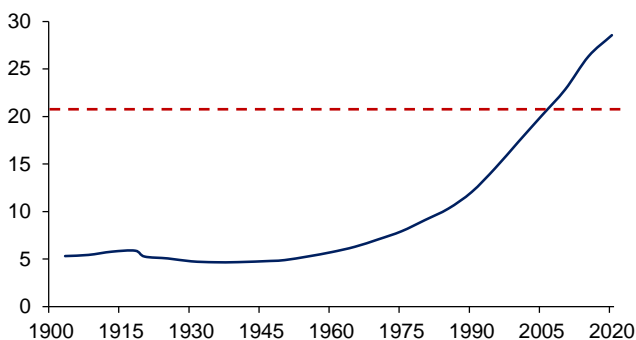
资料来源：日本央行官网，海通证券研究所

因而，我们预计日本经济在财政刺激以及全要素生产率的推动下，有望保持稳健。不过，日本经济也伴随着风险。

一方面，日本老龄化和少子化问题仍在加剧。日本从 70 年代开始老年人口占比超过 7.0%，进入老龄化社会；从 90 年代中旬开始进入老龄社会（65 岁及以上人口占比超过 14.0%）；从 2005 年之后进入超老龄社会（65 岁及以上人口占比超过 21.0%）。截止 2022 年，日本老龄人口占比已经持续攀升至 29.0%。

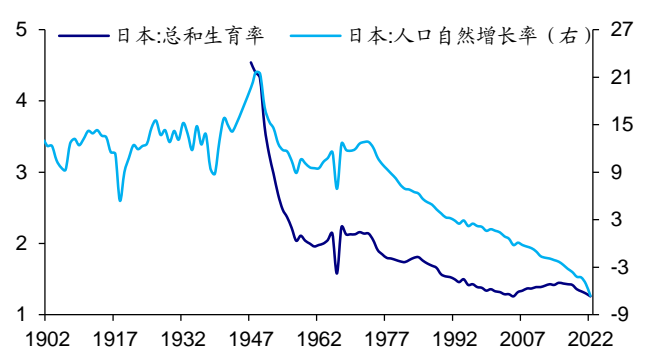
同时，日本人口从 2006 年之后开始陷入负增长，已经持续了 16 年之久；总生育率从 1994 年开始跌破国际警戒线 1.5‰，目前下行至 1.26‰。这将对日本未来消费产生持续影响。

图27 日本早已进入超老龄社会（人口普查数据，%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 日本人口持续负增长（‰）

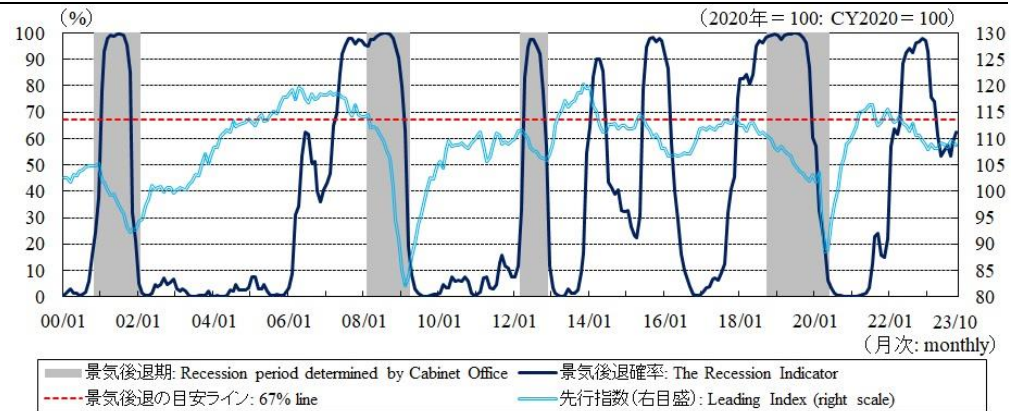


资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面，欧美经济走弱或带来外需冲击。前文指出，最近 2 个季度净出口对经济增长的贡献较大，很大程度上与欧美经济有韧性有关。不过，目前欧洲经济已经明显走弱，而支撑美国经济的关键要素，消费也有走弱迹象。我们预计，货币政策的滞后影响或逐步体现，明年欧美经济有较大的下行风险，这将对日本的出口形成拖累。

截止 10 月，日本经济衰退指数上行至 62.3%，尽管连续 7 个月低于 67.0% 的警戒线，不过已经 2 个月上行。

图29 日本经济衰退指数上行至 62.3%，接近警戒线（%）



(資料)内閣府『景気動向指数』を基に日経センター推定。JCER's estimate based on *Indexes of Business Conditions*.

资料来源：日本经济研究中心官网，海通证券研究所

风险提示：货币政策超预期收紧。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。