

2024年日本經濟展望

- 美中大國對抗，日本企業受惠
- 擺脫通縮泥沼，緩步推進升息
- 獲利與PE雙升，有利日股上漲

研究員 曾馨玉

03/27/2024

群益投顧



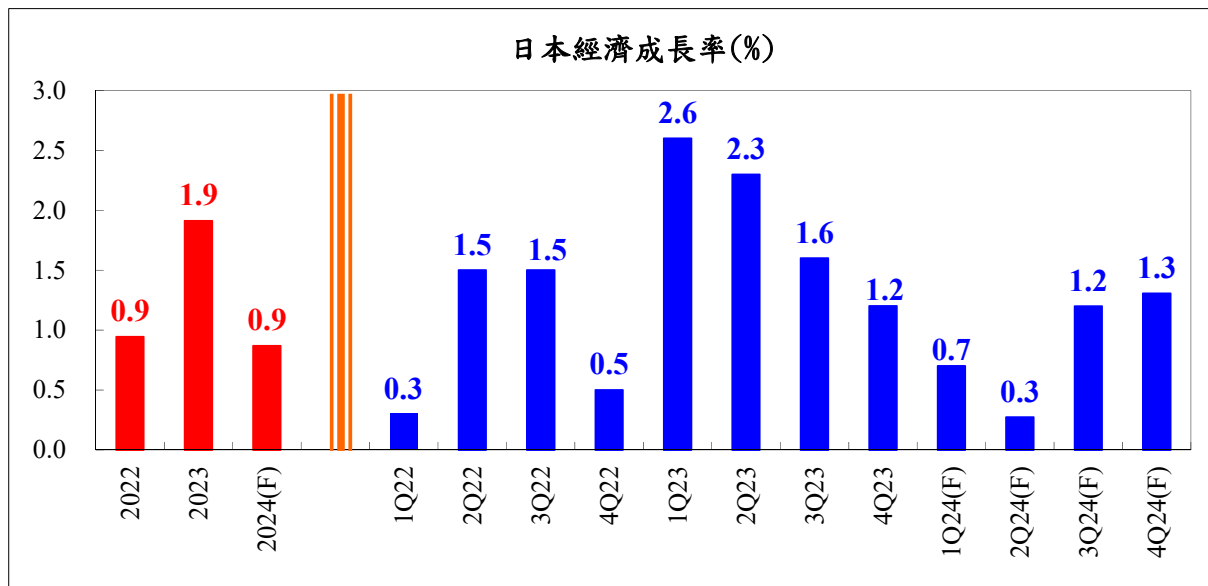
結論

- **GDP**：群益預估2024年日本GDP YoY+0.9%，將低於2023年的1.9%，預估出口將受到海外需求放緩拖累，但日本企業獲利維持高檔，加上美中大國對抗有助日本製造業發展，預期企業投資將穩健增長；加上工資上漲，有利民間消費溫和擴張。
- **BOJ貨幣政策**：行長植田和男持續管理市場升息預期，希望通膨預期上升，有助消費增長，但又不希望市場預期太快。擺脫通縮的關鍵在薪資增幅，以及工資與消費呈現良性循環。群益預估BOJ將緩步升息，留意4/26、7/31及10/31會議，BOJ將公布最新經濟與通膨預估值。
- **日圓**：群益預估BOJ 2024年不會快速升息，加上市場預期美聯儲年內降息幅度為三碼，美日利差維持相對高，預估日圓兌美元將區間震盪，不會大幅升值。
- **日股**：獲利與PE雙升，建議拉回偏多操作。
 - 獲利面：美中大國對抗，半導體等製造業供應鏈重組，日本企業受惠。
 - 評價面：企業改革、資金流入，推動日股PE上調。

群益投顧

預估日本2024年GDP YoY+0.9%

- 群益預估2024年日本GDP YoY+0.9%，預估出口將受到海外需求放緩拖累，但在美中大國對抗下，日本製造業受惠，有利企業投資增長；加上解封旅遊支撐服務業，日本就業市場與居民收入呈現良性循環，有利民間消費溫和擴張。



資料來源：日本內閣府、Bloomberg，群益投顧預估

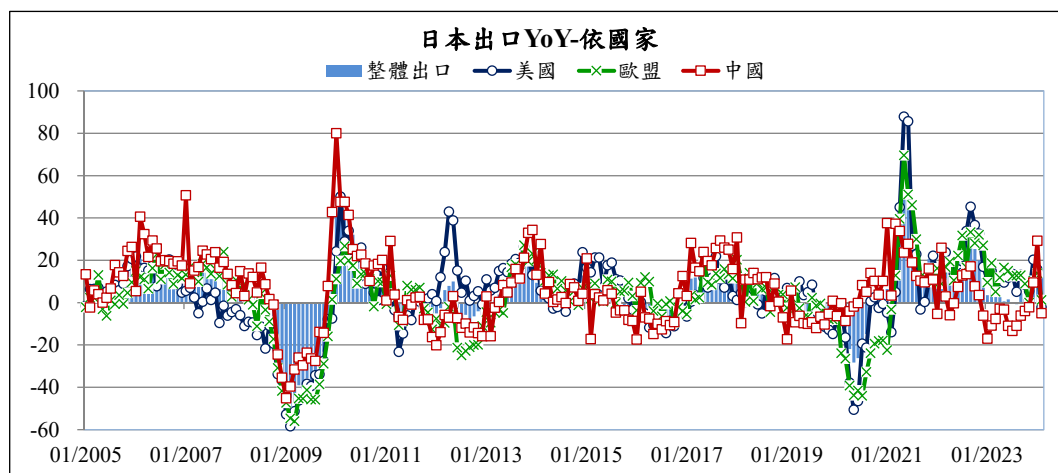
群益投顧

3

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

海外需求放緩將拖累日本出口增速

- 群益預估2024年歐美央行升息效應將逐漸顯現，加上中國內需疲弱，海外需求放緩，將拖累日本出口增速。



經濟成長率(%)	美國	歐元區	中國
2023	2.4	0.6	5.2
2024(F)	1.5	0.7	4.6

資料來源：日本海關、Bloomberg，群益投顧彙整

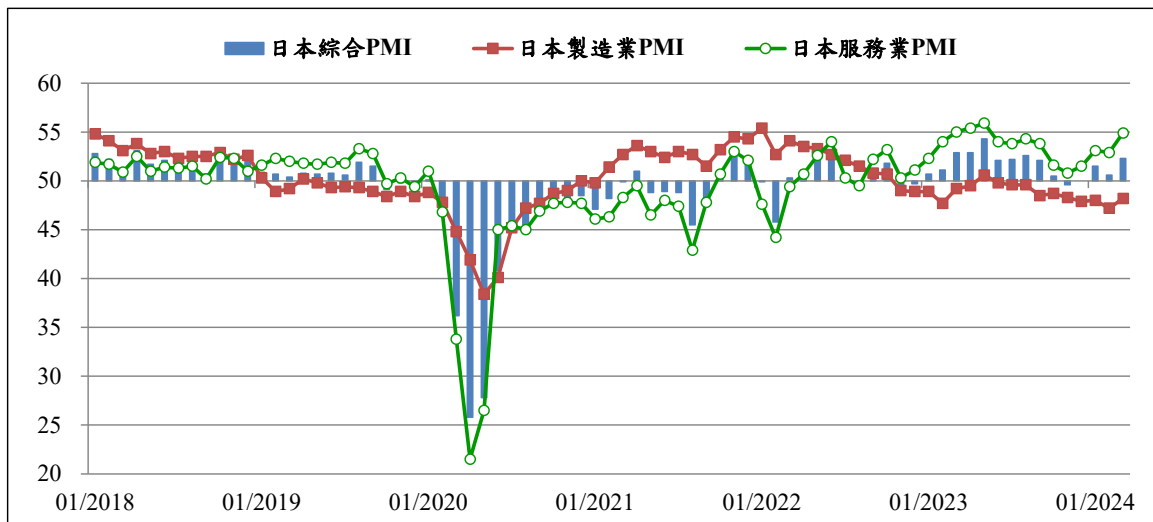
群益投顧

4

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

解封旅遊支撐日本服務業持續復甦

- 日本政府持續鬆綁旅客入境規定，04/29/2023起免疫苗證明，日本觀光旅遊業前景向好，將有利日本服務業持續復甦。
- 日本03/2024製造業PMI上升至48.2；服務業PMI上升至54.9，保持在50之上。



資料來源：日本物料管理協會、Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

5

日經225罕見與製造業PMI趨勢脫鉤

- 因中國景氣下行，手機銷售不佳，房地產景氣低迷，使日本被動元件大廠村田製作所、水龍頭五金製造的TOTO、鋁門窗製造的不二等銷售收到衝擊。

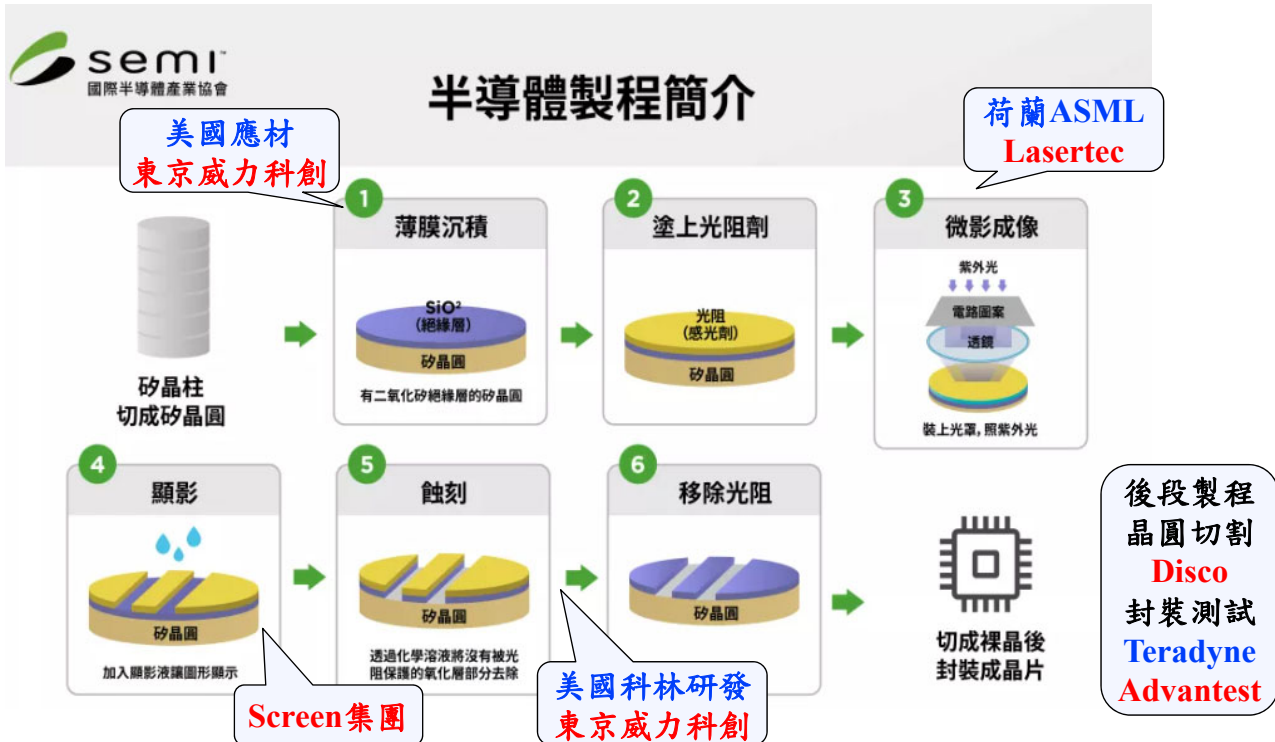


資料來源：財經M平方，群益投顧彙整

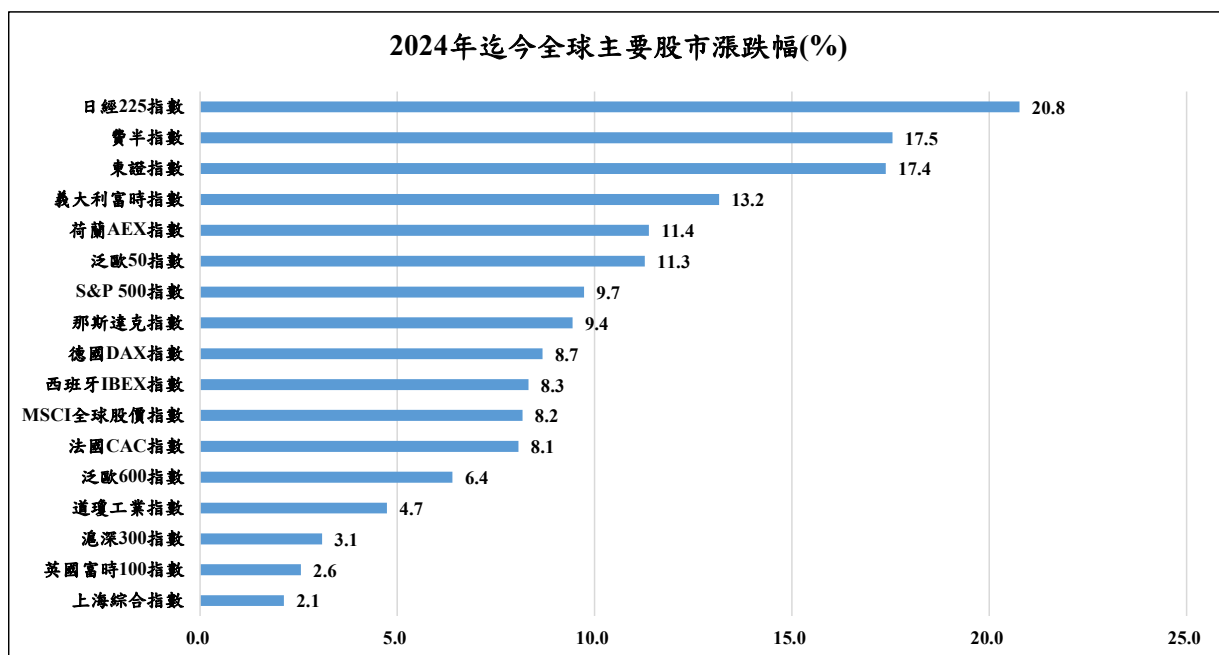
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

6

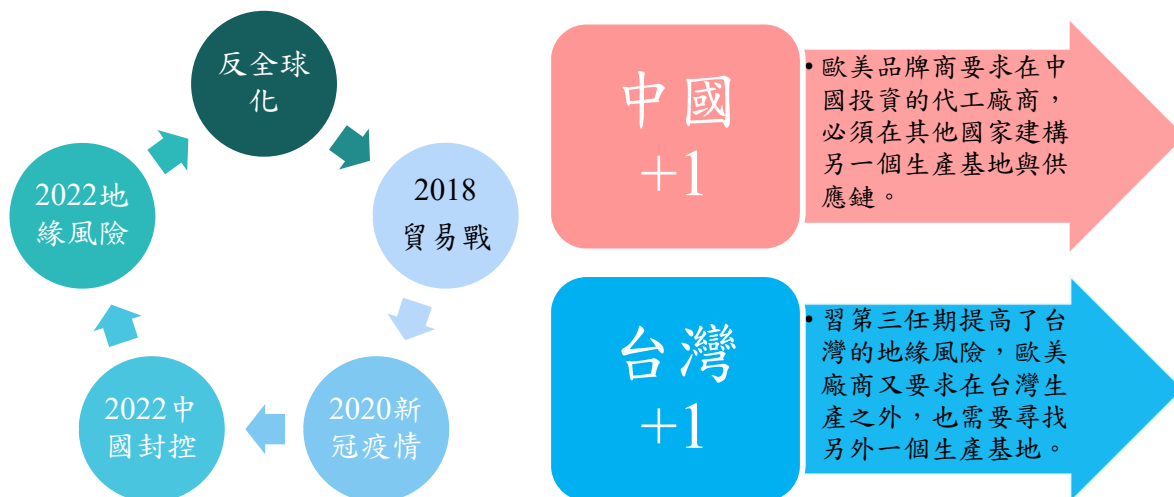


資料來源：國際半導體產業協會，群益投顧彙整



資料來源：Bloomberg(03/25/2024)，群益投顧彙整

- 08/2022，在官民合作下，日本八家大型企業包括豐田汽車、軟銀、Sony、日本電裝、日本電氣、日本電信電話、鎧俠、三菱日聯金融，成立半導體製造商Rapidus，目標是要在04/2025試產2奈米晶片，2027提高2奈米晶片產能。
- 05/2023 G7峰會前夕，台積電、美光、三星齊聚日本，表態將擴大對日投資。



資料來源：經濟日報、日經中文網，群益投顧彙整

群益投顧

9

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

日本對半導體補助

日本政府制定了在國內鞏固半導體製造基礎的戰略，引進晶圓代工市占逾50%的台積電成為重頭戲。台積電的進駐成為催化劑，日本不斷新建和擴建半導體工廠，預計半導體投資額到2029年將達到9兆日圓規模。

台積電再熊本的第一工廠將生產在汽車和數位設備上發揮高速處理大量信息的大腦作用的邏輯半導體。除了日本國內汽車廠商之外，還將向索尼集團的圖像傳感器等供貨。為了穩定確保邏輯半導體的來源，索尼(Sony)、電裝(Denso)和豐田汽車分別出資6%、5.5%及2%，台積電出資86.5%。

台積電還計劃建設在日第二工廠，力爭2027年末出貨。第二工廠的投資額預計為139億美元。兩座工廠的總投資額將達到225億美元。

日本經濟產業省向台積電在日第一工廠提供最高4,760億日元的補貼。第二工廠最高補貼7,320億日元，力度高於歐美。

資料來源：經濟日報、日經中文網，群益投顧彙整

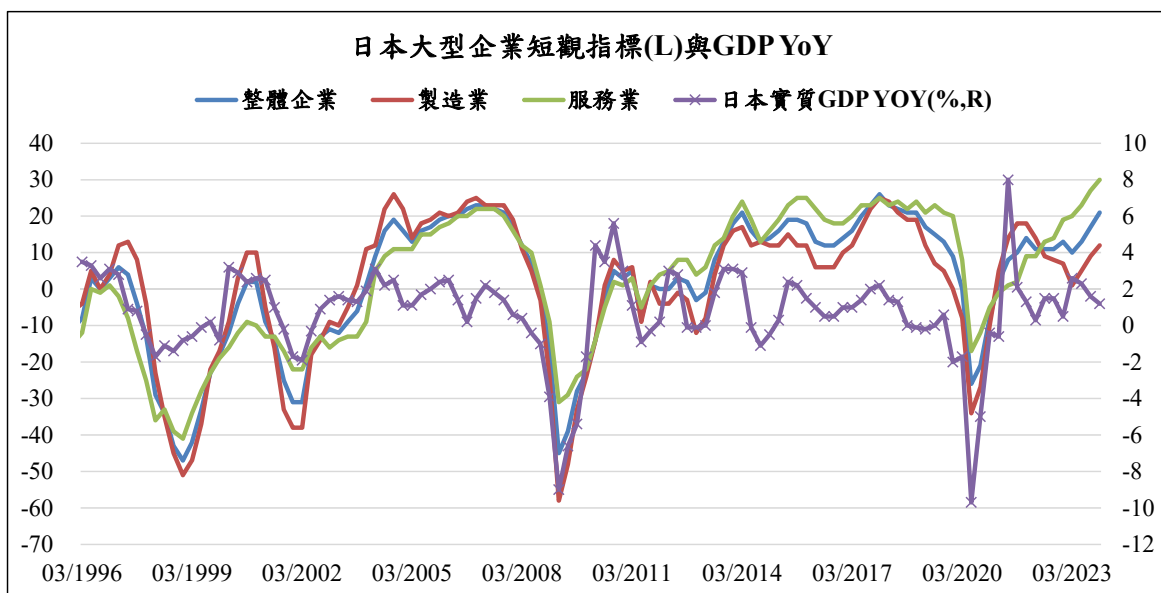
群益投顧

10

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

日本短觀指標創波段高 企業前景向上

- 日本央行12/13/2023公布4Q23大型企業短觀指標由17上升至21，其中，製造業短觀由9上升至12，服務業短觀由27上升至30，皆優於市場預期。



資料來源：日本央行、Bloomberg，群益投顧彙整

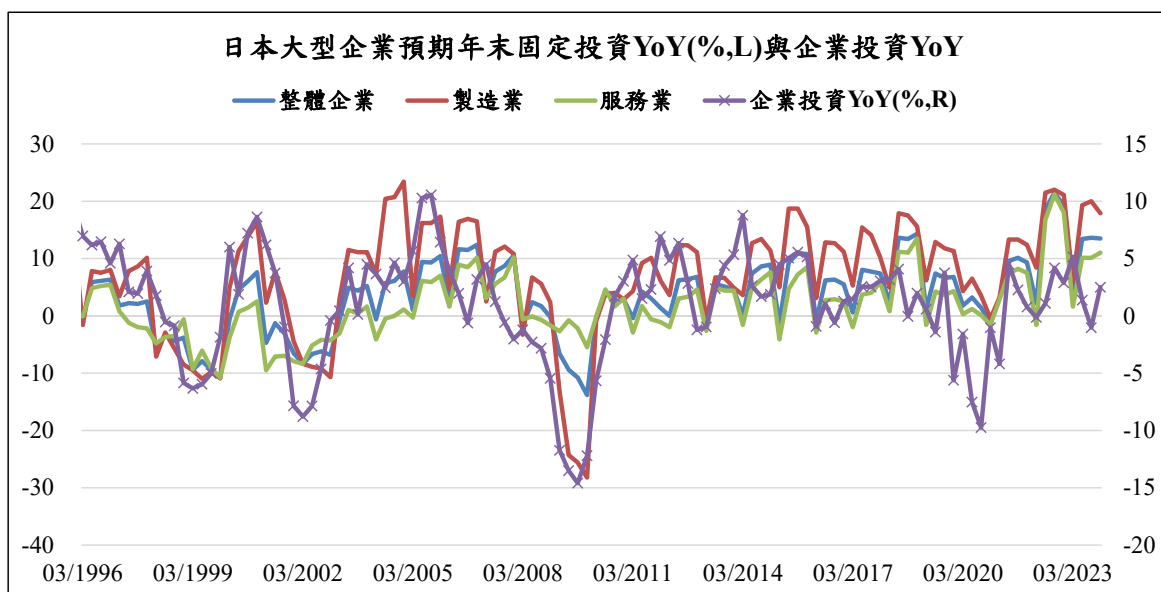
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

11

日本大型企業固定投資呈雙位數增長

- 日本4Q23大型企業預期2023年末固定投資YoY，整體企業為13.5%，其中，製造業為17.9%，比上季減少2.1%，服務業為11.0%，比上季增加0.9%。

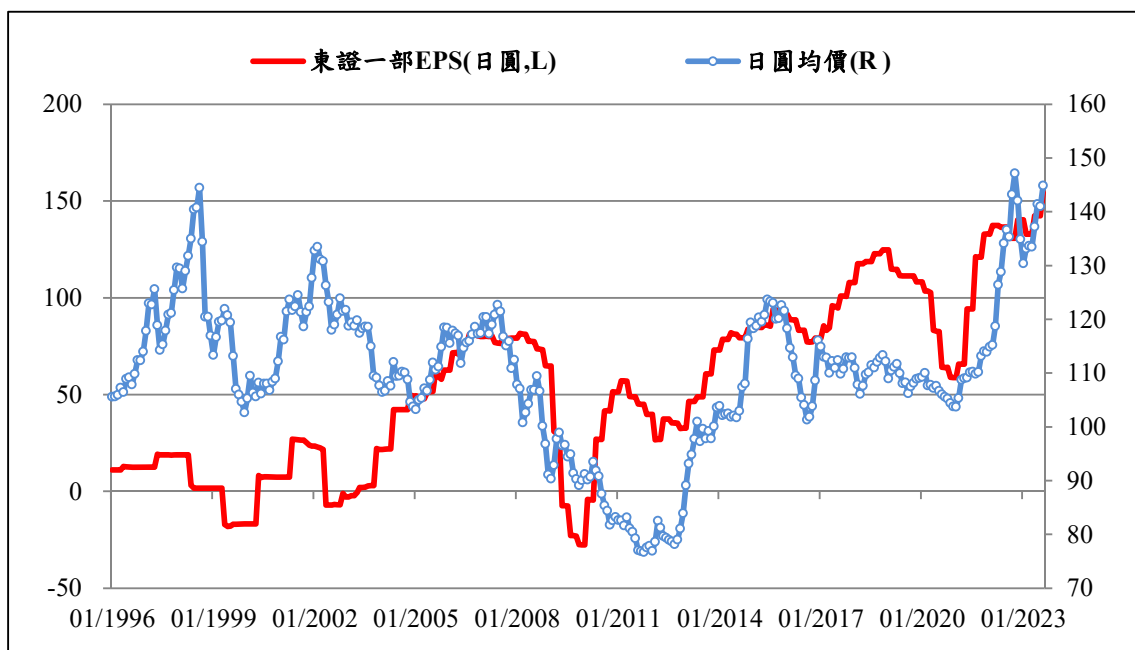


資料來源：日本央行、Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

12



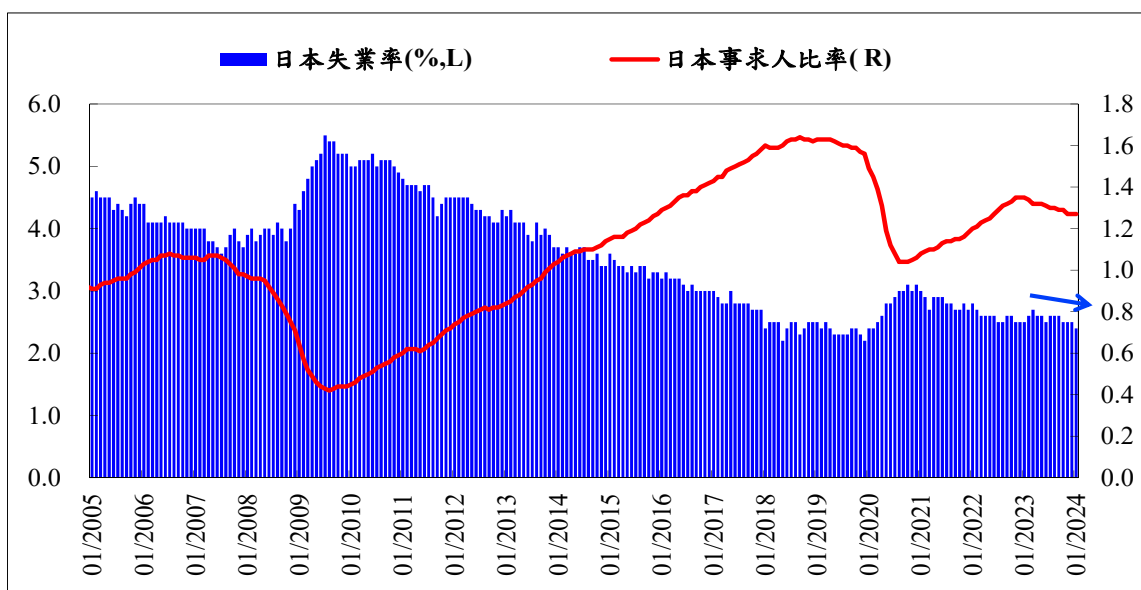
資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

13

- 預估日本企業獲利維持相對高檔，加上服務業復甦，廠商增聘意願將有所增加，有助日本就業市場持續改善。



資料來源：日本厚生勞動省，Bloomberg，群益投顧彙整

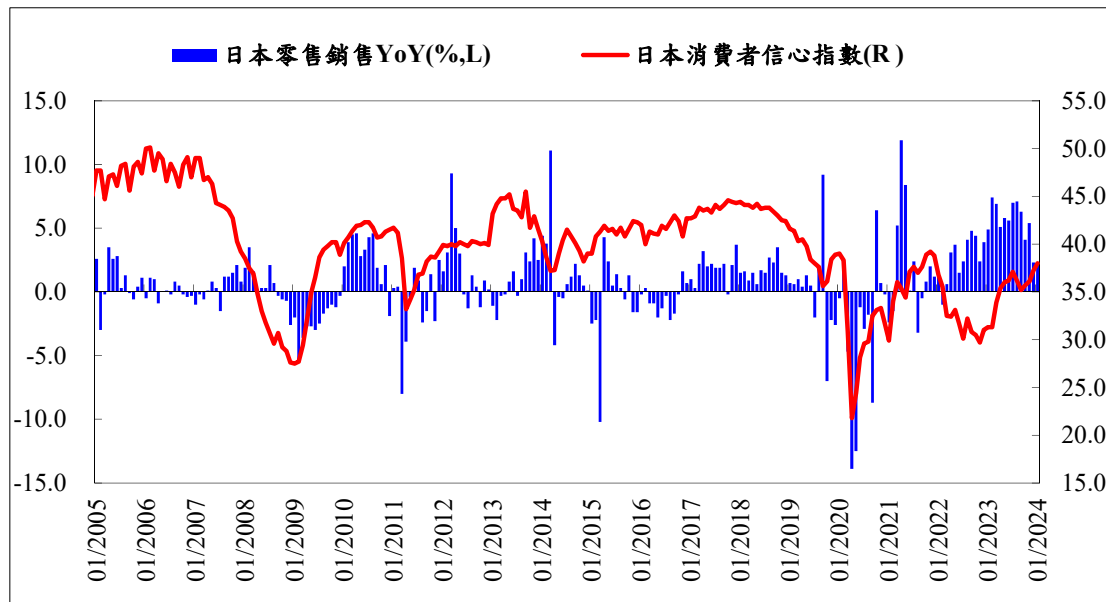
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

14

預估日本民間消費溫和復甦

- 預估日本2024年工資將持續增長，就業與收入形成正向循環，有利民間消費溫和復甦。



資料來源：日本內閣府、Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

15

日本貨幣政策：

--工資與消費的良性循環是關鍵，預估將緩步升息

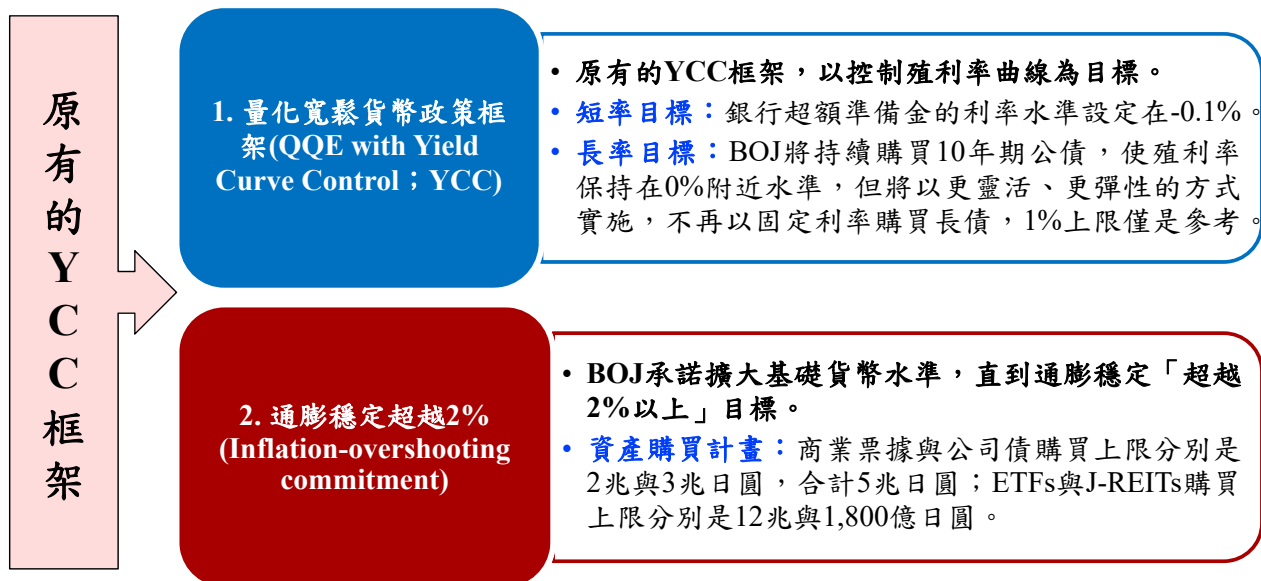
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

16

03/19/2024 BOJ宣布結束YCC框架

- 03/19/2024會議，BOJ宣布結束YCC框架，將短率由-0.1%調升至0%~0.1%，結束長達八年的負利率政策。同時，BOJ承諾會持續購買日本公債，規模與此前大致持平。



資料來源：日本央行，群益投顧彙整

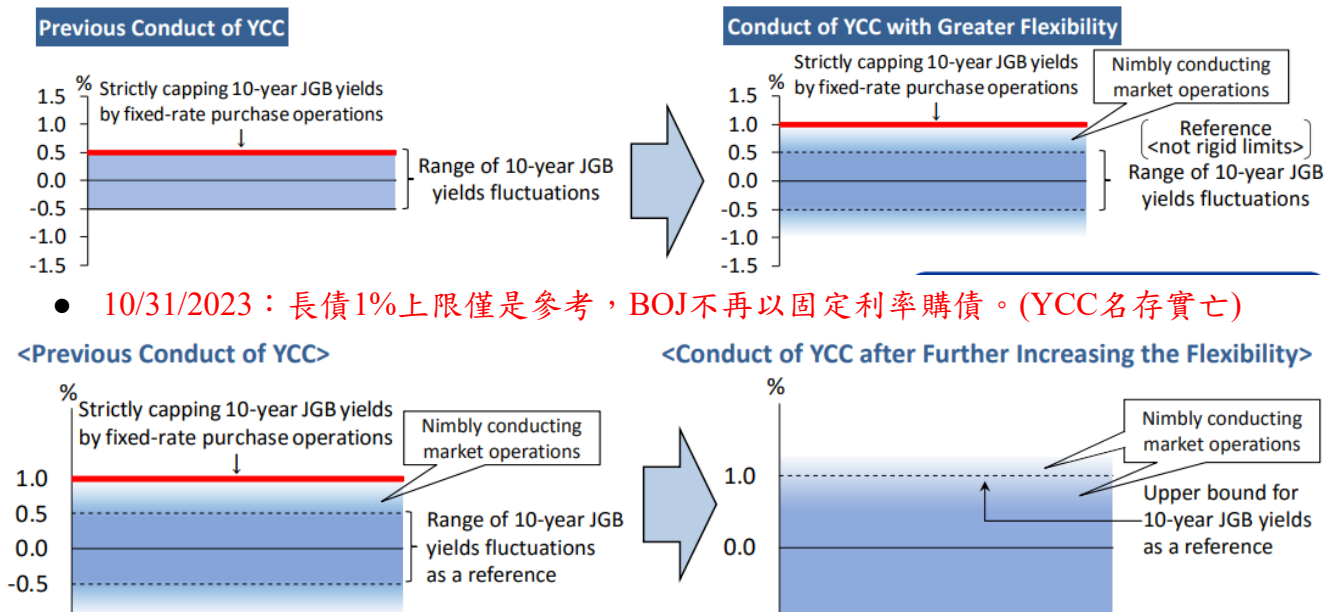
群益投顧

17

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

3Q23以來 BOJ已兩次微調YCC

- 07/28/2023：長債波動區間維持正負0.5%，但BOJ可以用1%利率購債。



資料來源：日本央行，群益投顧彙整

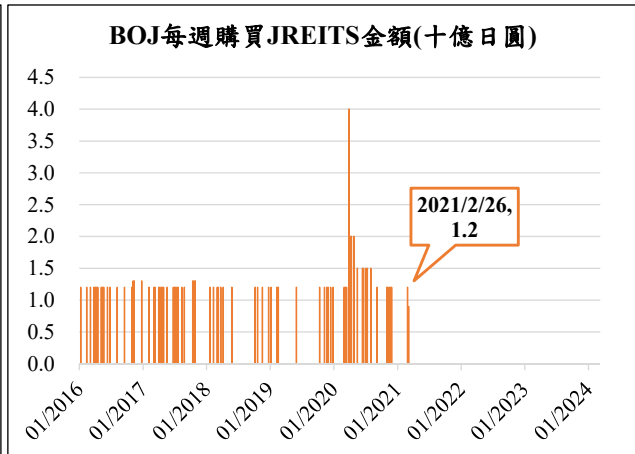
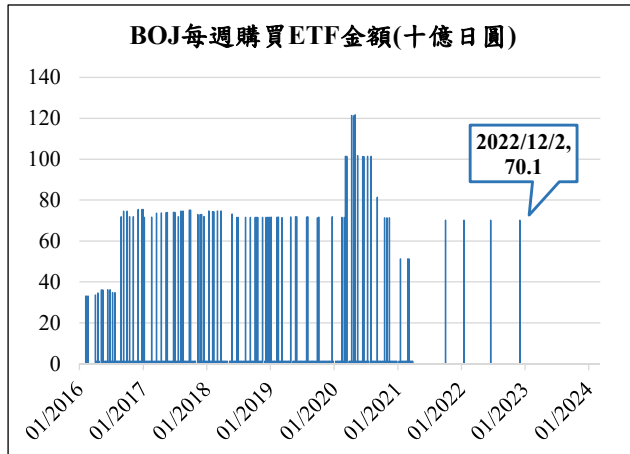
群益投顧

18

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

BOJ調整資產購買項目 回歸傳統的QE

- 此前BOJ在YCC承諾的資產購買目標，ETFs與J-REITs購買上限分別是12兆與1,800億日圓，但實際上已分別超過1年與2年未再購買。
- 03/19/2024會議，BOJ宣布不再購買 ETFs與J-REITs，且預計大約在1年後將停止購買商業票據與公司債，目前購買上限分別是2兆與3兆日圓，合計5兆日圓。**



資料來源：日本央行、Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

19

BOJ 04/2024購債規模維持下限

- 03/19/2024，BOJ公布04/2024購債計畫，與1Q24相較，購買規模維持下限、縮減上限，無太大差異，後續留意04/30/2024將公布05/2024購債計畫。

	殘存期間 Residual maturity	1回当たりオファー金額 ² Purchase size per auction (單位：億日圓) (100 million yen)	オファー回数 ³ Frequency of auction	オファー日程 (1~3月分) Scheduled dates (January-March)		殘存期間 Residual maturity	1回当たりオファー金額 ² Purchase size per auction (單位：億日圓) (100 million yen)	オファー回数 ³ Frequency of auction	オファー日程 ⁴ (4月分) Scheduled dates (April)
利付国債 ¹ JGBs with coupons	1年以下 Up to 1 year	1,500	月1回 Once a month	—	利付国債 ¹ JGBs with coupons	1年以下 Up to 1 year	1,500	月1回 Once a month	—
	1年超3年以下 More than 1 year and up to 3 years	3,000~6,500	月4回 Four times a month	1/9、15、19、24 2/2、8、15、21 3/4、8、15、22		1年超3年以下 More than 1 year and up to 3 years	3,000~4,500	月4回 Four times a month	4/3、8、12、17
	3年超5年以下 More than 3 years and up to 5 years	3,500~7,500	月4回 Four times a month	1/9、19、24、29 2/2、8、15、21 3/8、15、22、28		3年超5年以下 More than 3 years and up to 5 years	3,500~5,000	月4回 Four times a month	4/3、12、17、24
	5年超10年以下 More than 5 years and up to 10 years	4,000~9,000	月4回 Four times a month	1/15、19、24、29 2/2、8、21、28 3/8、15、22、28		5年超10年以下 More than 5 years and up to 10 years	4,000~5,500	月4回 Four times a month	4/8、12、17、24
	10年超25年以下 More than 10 years and up to 25 years	1,000~5,000	月3回 Three times a month	1/9、15、24 2/8、15、28 3/4、22、28		10年超25年以下 More than 10 years and up to 25 years	1,000~2,000	月3回 Three times a month	4/3、17、24
	25年超 More than 25 years	500~3,500	月2回 Twice a month	1/19、29 2/15、28 3/4、15		25年超 More than 25 years	500~1,000	月2回 Twice a month	4/8、24
物価連動債 Inflation-indexed bonds		600	月1回 Once a month	—	物価連動債 Inflation-indexed bonds		600	月1回 Once a month	—

資料來源：日本央行，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

20

BOJ
行長
植田和男
談話

07/2023會議，植田稱**允許長債利率在0.5%~1%之間浮動，並非朝貨幣政策正常化邁出一步**，相反地，希望透過調整YCC政策，防止投機性債券交易蔓延，增強政策的可持續性。

12/2023會議，植田稱**工資通膨循環正在上升，但希望評估2024年春季工資增長是否足以支撐消費**，01/2024會議升息的機率低。

01/2024會議，植田談話相較上次會議鷹派，稱**即使實質工資為負，若前景樂觀，仍有可能調整貨幣政策**。



03/2024會議，植田稱仍將維持寬鬆的貨幣環境，目前仍會持續購買日本公債，將在未來某個時點降低資產購買規模，**未來要等到通膨穩定超過2%以上，才會考慮升息**。

資料來源：日本央行，群益投顧彙整預估

群益投顧

21

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

BOJ上修2024財年經濟增速、下修通膨增速

- 日本央行在每季季初會議公布最新經濟與通膨預估值，**2024年公布日期分別為4/26、7/31及10/31**。

✦日本央行最新GDP與CPI預估值(01/23/2024調整)

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) CPI (all items less fresh food and energy)
Fiscal 2023	+1.6 to +1.9 [+1.8]	+2.8 to +2.9 [+2.8]	+3.7 to +3.9 [+3.8]
Forecasts made in October 2023	+1.8 to +2.0 [+2.0]	+2.7 to +3.0 [+2.8]	+3.5 to +3.9 [+3.8]
Fiscal 2024	+1.0 to +1.2 [+1.2]	+2.2 to +2.5 [+2.4]	+1.6 to +2.1 [+1.9]
Forecasts made in October 2023	+0.9 to +1.4 [+1.0]	+2.7 to +3.1 [+2.8]	+1.6 to +2.1 [+1.9]
Fiscal 2025	+1.0 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +1.9 [+1.8]	+1.8 to +2.0 [+1.9]
Forecasts made in October 2023	+0.8 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +2.0 [+1.7]	+1.8 to +2.2 [+1.9]

資料來源：日本央行，群益投顧彙整

群益投顧

22

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

BOJ預估消費持續復甦、潛在通膨上升

景氣

日本經濟暫時持續溫和復甦，儘管預期海外復甦放緩將影響日本出口與工業生產。但企業獲利處在高位，**收入與支出的良性循環逐漸強化**，**預估日本經濟將以高於潛在增長率的速度成長**。

通膨

預期2024財年通膨仍會超過2%，但成本上漲對通膨的推升效果減弱，通膨增速將下滑。預期到2025財年，隨著產出缺口轉為正值，潛在通膨將逐漸回升，**實現通膨目標的可能性上升**，**儘管存在高度不確定性**。

工資與通膨預期

由於經濟長期低成長和通貨緊縮，工資和物價不會輕易上漲的觀念已經在社會上根深蒂固，**密切監控工資和物價之間是否會形成良性循環非常重要**。

資料來源：日本央行，群益投顧彙整

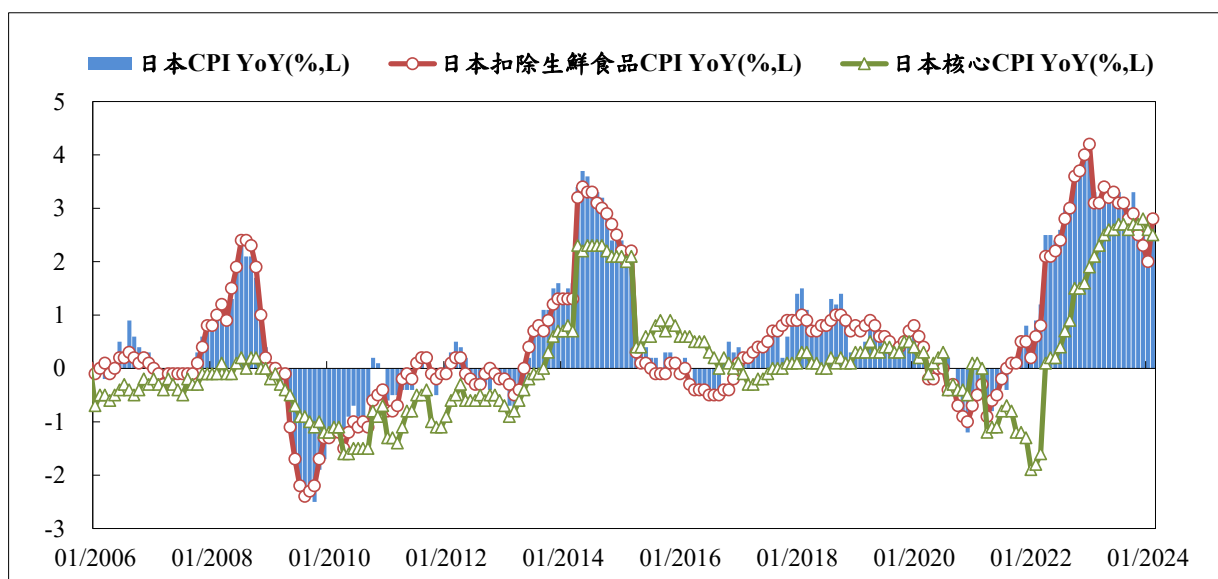
群益投顧

23

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

日本通膨超過2%，但主要由成本推動

- 日本最新02/2024扣除生鮮食品CPI YoY+2.8%，高於上月的+2.0%，連續23個月落在2%以上，但主要由成本推動。



資料來源：日本總務省，Bloomberg，群益投顧彙整

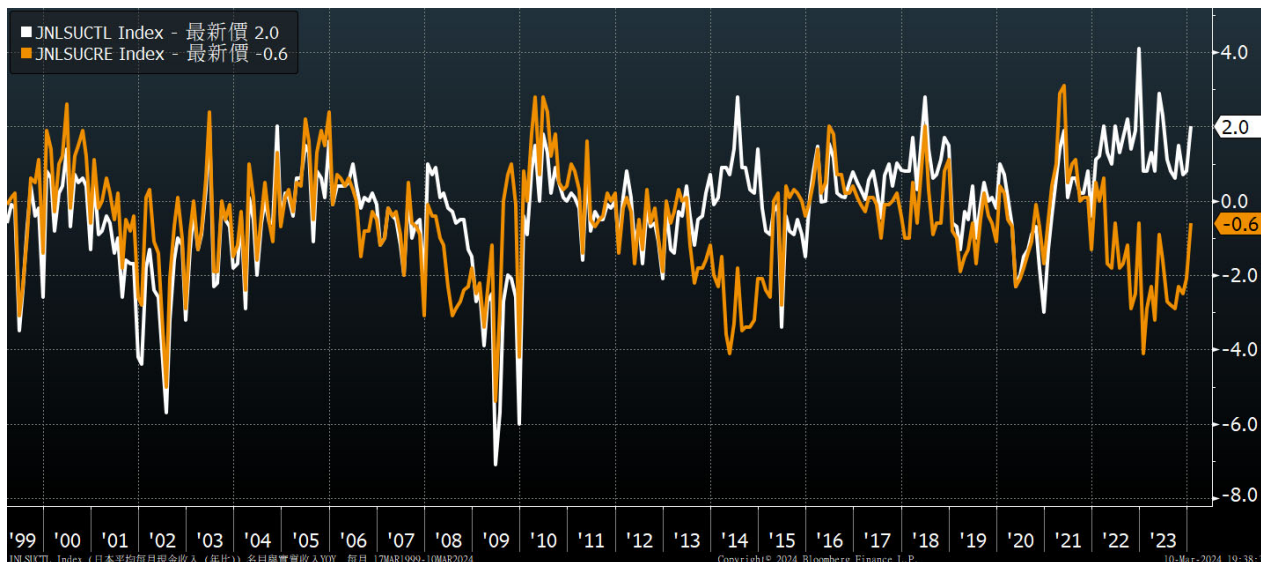
群益投顧

24

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

BOJ希望通膨是由需求拉動 關鍵在工資

- 在03/2024中旬的勞資談判中，日本最大的工會Rengo(代表700 萬名員工) 達成+5.28% 的工資漲幅，高於去年的 4.49%，也是 1993 年以來的最大漲幅。另一家工會UA Zensen (代表服務業、紡織業、食品業等 180 萬名員工)也達成5.91% 的工資漲幅，創下紀錄以來新高。



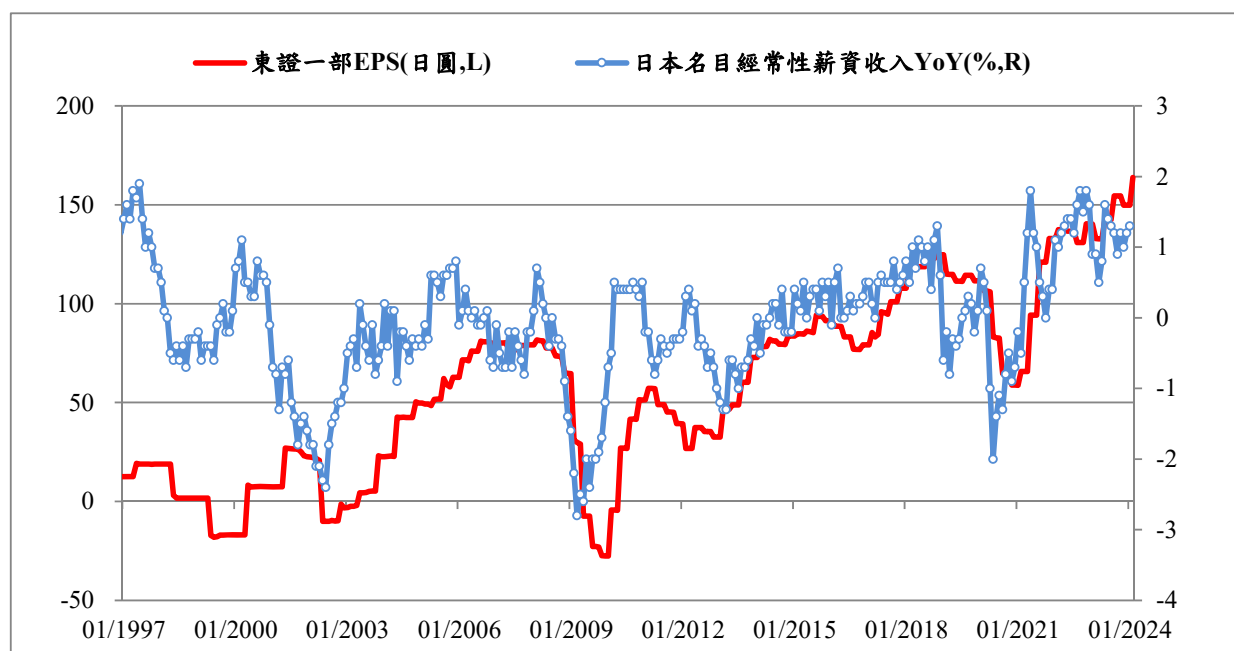
資料來源：日本厚生勞動省、Bloomberg，群益投顧彙整預估

群益投顧

25

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預估日本2024年薪資將持續增長



資料來源：日本厚生勞動省、Bloomberg，群益投顧彙整預估

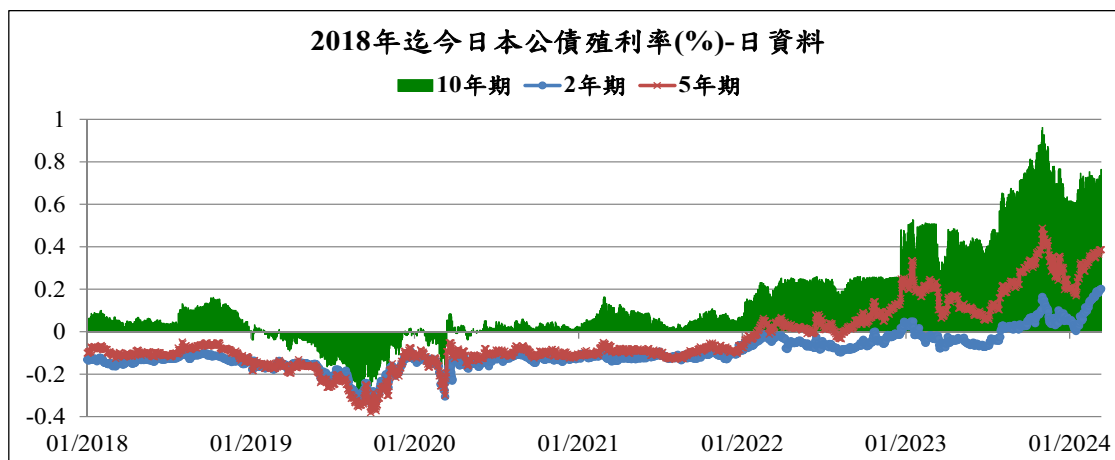
群益投顧

26

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益預估BOJ 2024年將緩步升息

- 2024年BOJ會議時間：4/26、6/14、7/31、9/20、10/31、12/19。
- **BOJ從09/2016~02/2024實施YCC以來，實際資產購買規模呈現動態調整。**



BOJ	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年*
實際購債規模 (兆日圓)	93.4	45.0	30.7	21.0	129.5	21.2	-19.8	46.0	10.5
實際購債規模 (十億美元)	881.7	554.4	405.7	243.6	1528.4	-515.4	-920.6	-51.3	-247.2

資料來源：日本央行，Bloomberg，群益投顧彙整。*註：2024年截至02/2024底

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

27

日本宏觀投資：

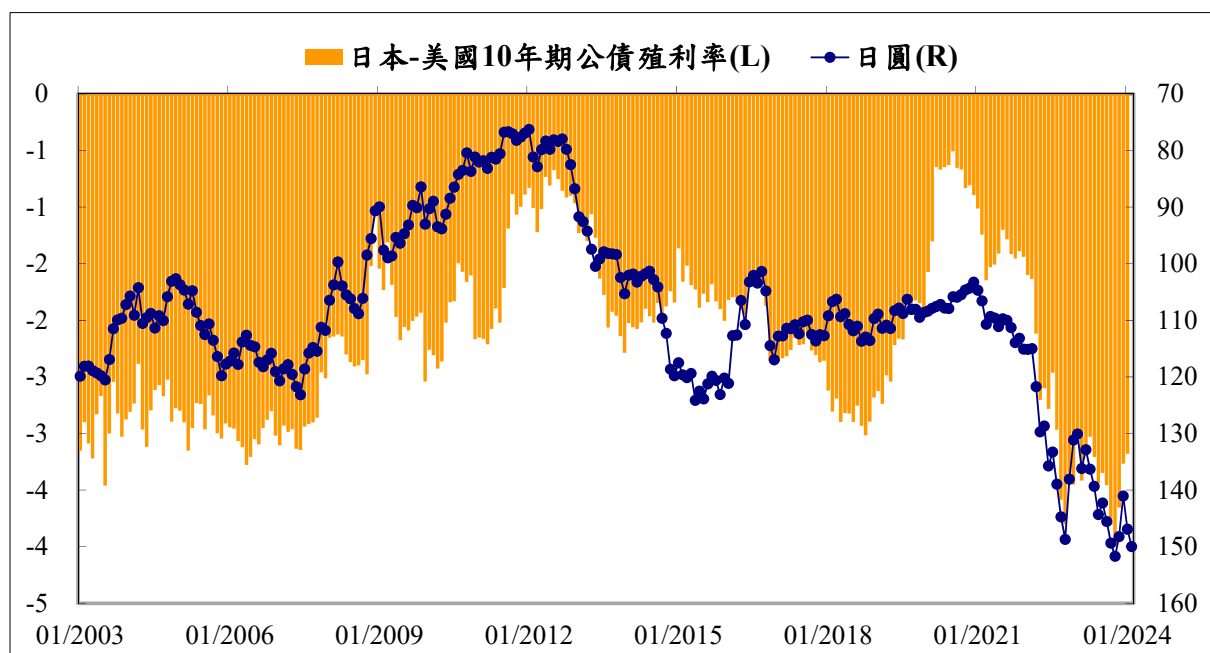
- 美日利差維持相對高，日圓區間震盪
- 日圓貶值年，日股表現優於全球股市
- 企業改革，資金流入，促使評價提升

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

28

預估美日利差維持相對高 日圓區間震盪



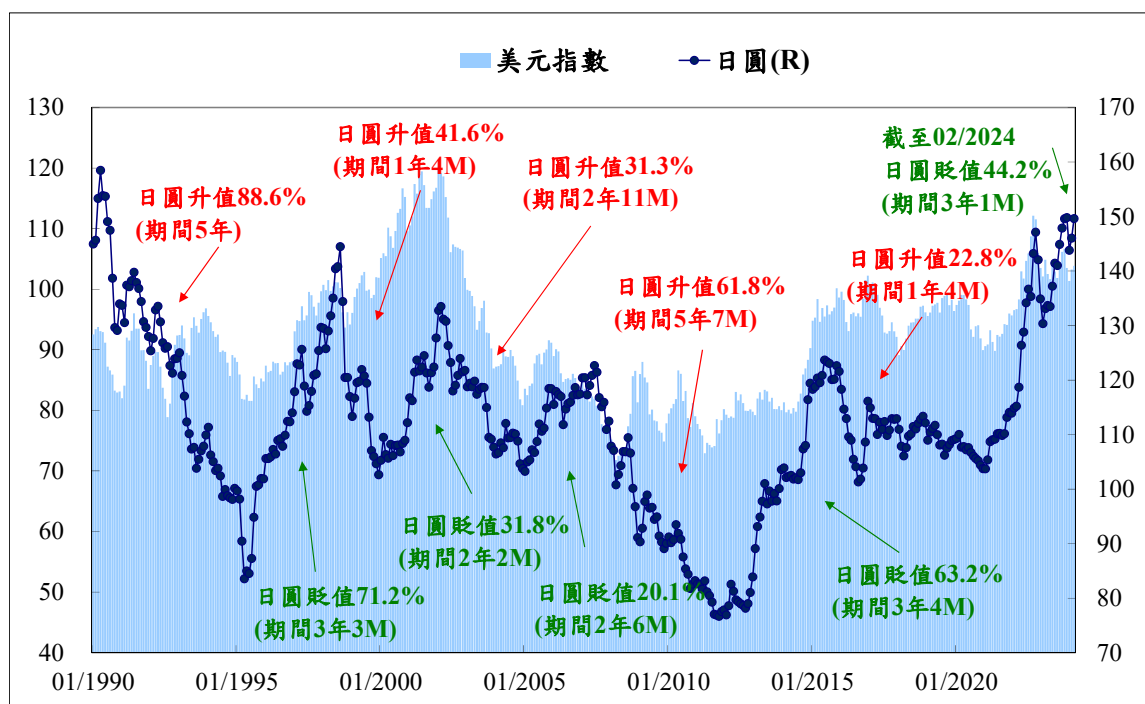
資料來源：Bloomberg (02/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

29

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預估2024年日圓區間震盪



資料來源：Bloomberg (02/2024)，群益投顧彙整

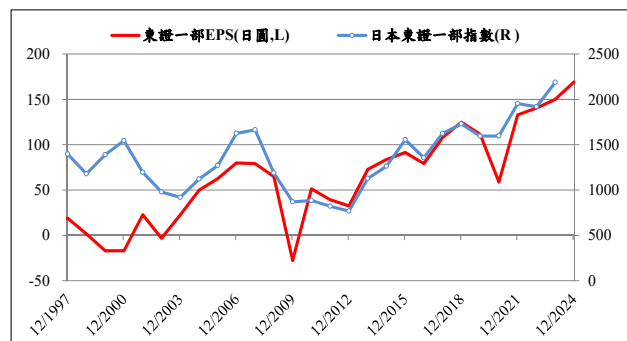
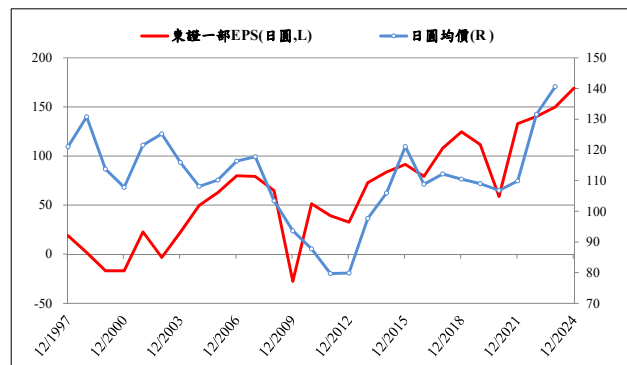
群益投顧

30

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

弱勢日圓有利日本企業獲利增長

東證指數	EPS (日圓)	EPS YoY (%)	日圓升貶幅度 (%)
2012	32.62	-17.9	-0.2
2013	73.07	124.0	-22.3
2014	83.76	14.6	-8.5
2015	91.48	9.2	-14.3
2016	79.19	-13.4	10.1
2017	107.87	36.2	-3.1
2018	124.63	15.5	1.5
2019	108.22	-13.2	1.3
2020	58.77	-45.7	2.1
2021	132.92	126.2	-2.9
2022	140.26	5.5	-19.8
2023	149.87	6.8	-6.9
2024(F)	169.27	12.9	-4.6



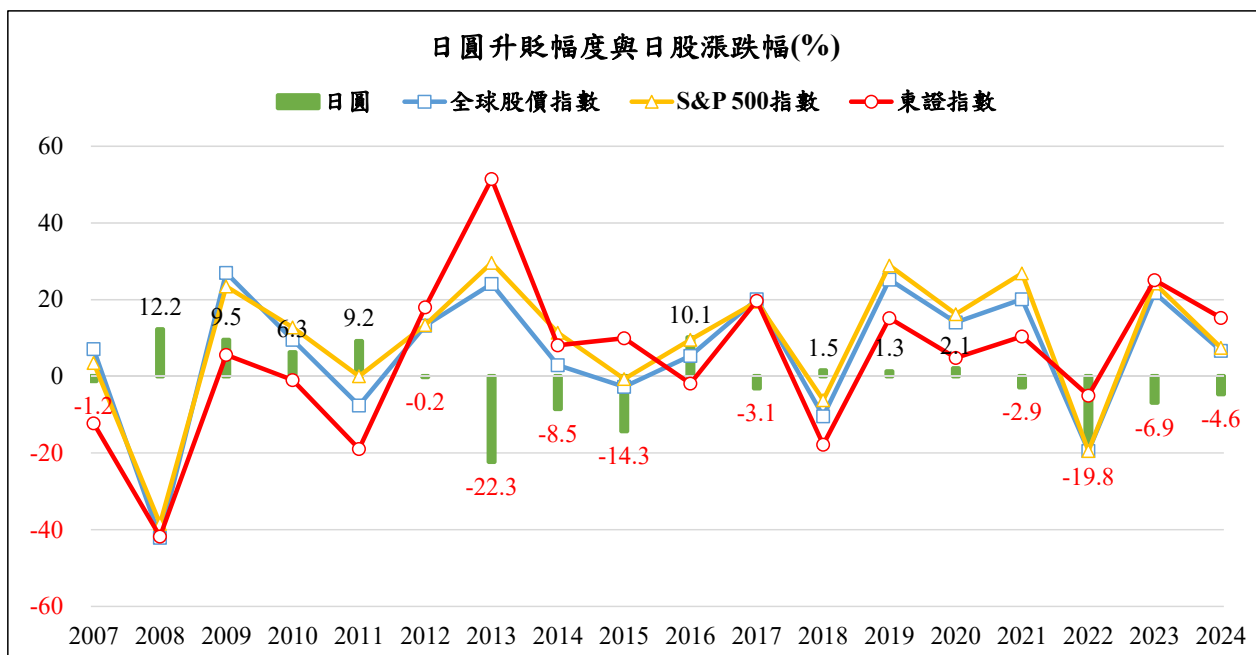
資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

群益投顧

31

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預期2024年將維持弱勢日圓 有利日股



資料來源：Bloomberg(03/08/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

32

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

JPX積極推動日本公司治理改革



公司 治 理 改 革

06/2021，JPX發布《上市公司公司治理準則(Japan's Corporate Governance Code)》，**要求上市公司重視股東權益，降低交叉持股，設立獨立董事至少達1/3，公司治理透明化**。目的在提升股權保護機制，將企業利益還給股東。

04/2022，TSE宣布重新畫份市場，將原有的東證一部、二部、創業板全面改組，成為首要板(Prime)、標準板(Standard)、成長板(Growth)。改板分類的標準，除了股票流動性、上市公司規模與獲利等原有門檻外，**特別將《上市公司公司治理準則》列為重要篩選標準，首要板排除PBR小於一倍、ROE小於股權資金成本的公司**。

03/2023，TSE要求股價淨值比(PBR)低於一倍的公司必須提出具體經營改善策略。**2026年以前，企業市值要拉高至100億日圓、PBR低於一倍的企業要改善，否則將強制下市**。目的在迫使殭屍企業積極改革，有助於提高股東報酬水準及企業獲利。

資料來源：日本交易所集團JPX、東京證交所TSE、群益投顧彙整

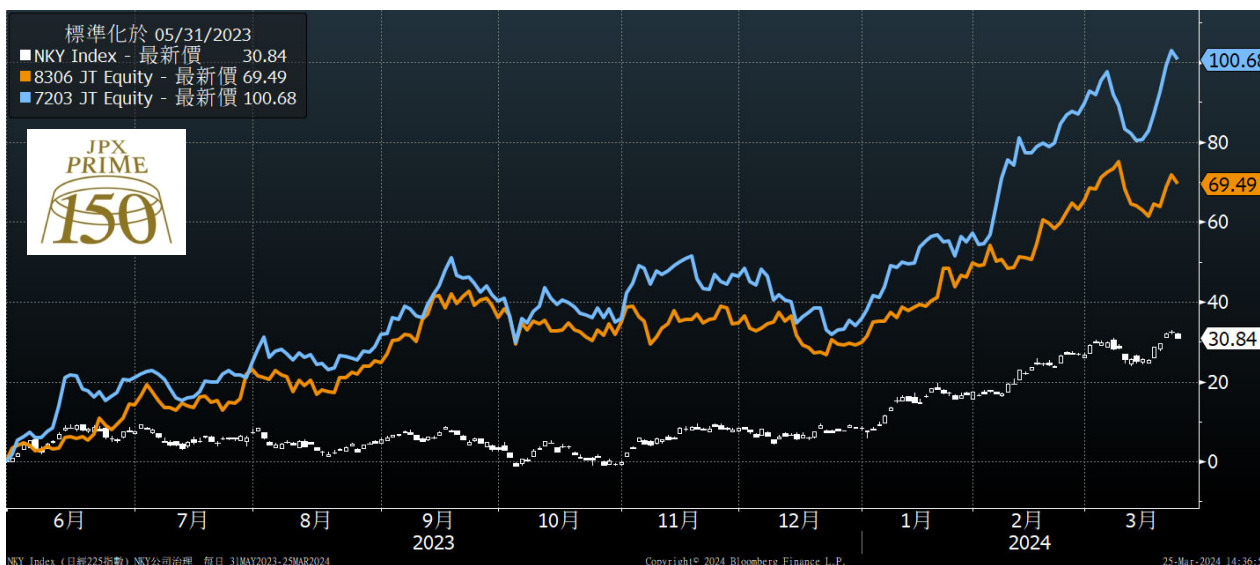
群益投顧

33

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

日本大廠未被納入Prime 150 股價飆漲

- 05/26/2023，JPX公告Prime 150成分股，日本大廠豐田汽車(7203 JP)與三菱日聯金融(8306 JP)皆未被納入，因ROE與PBR過低。惟市場預期公司將著手改善，激勵股價。



資料來源：日本交易所集團JPX、東京證交所TSE、Bloomberg(03/25/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

34

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

03/2024 日本營建股啟動新一波漲勢

- 05/15/2023，鹿島建設(1812 JP)宣布實施庫藏股至09/2023底，至少買入100億日圓。
- 03/04/2024，大林組株式會社(1802 JP) 宣布將減資5%，高於市場預期的3%，並計畫在04/2026前達成10%以上的ROE。



大阪瓦斯受惠公司治理改革 股價飆漲

- 11/08/2023，大阪瓦斯(9532 JP)宣布實施庫藏股，至12/07/2023共買進58億日圓。
- 03/08/2024，大阪瓦斯(9532 JP)宣布一系列公司治理改革計畫，包括推出累進分紅政策，代表未來將增加股利發放；成立審計和監督委員會；減資1.6%。



日本首相岸田文雄振興日股政策



振興日股政策

10/2021，岸田文雄就任日本第100任首相，**將提振日股視為國家戰略政策**。讓JPX積極推動公司治理改革，同時引進外資等私募股權基金，迫使上市公司改革，成為提升日本企業價值的鯰魚效應。

09/2023，岸田文雄在美國「紐約經濟俱樂部」發表演講，爭取國際資產管理公司前進日本，並**宣布日本將設立「資產管理特區」**，法規與溝通全英文化，與世界資產管理中心的制度接軌，並且歡迎外資到日本。

日本政府在2014年推出「日本個人儲蓄帳戶(NISA)」，鼓勵民眾將銀行存款轉投資到股票、基金或其他證券產品，每年最高120萬日圓的額度，五年內的資本利得或配息都免稅。**岸田文雄加碼，宣布從2024年起，NISA帳戶的免稅額度大幅提高三倍至每年360萬日圓。**

01/2024，岸田文雄在高盛主辦的香港會議上，向3000多名全球金融家發表談話，**這是日本首相首次參與該項活動，企圖吸引原本投資香港、中國的外資**。他稱，日本目前有一個絕佳的機會，去克服長達25年的低經濟增長和通縮環境，他將動員所有政策工具支持。

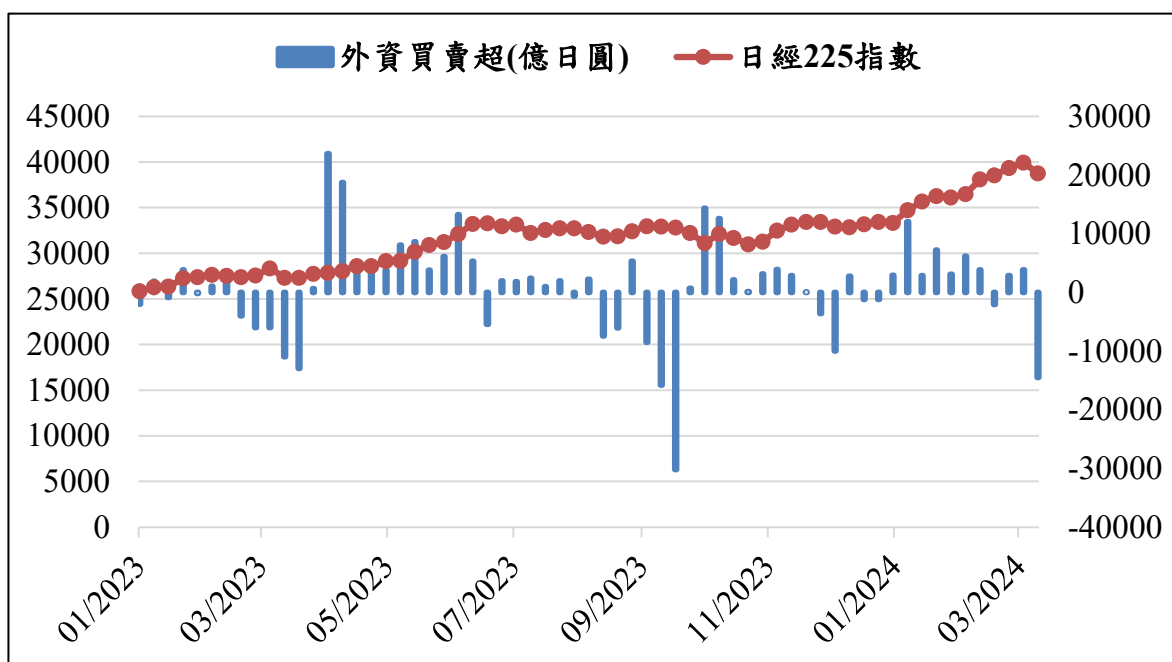
資料來源：日本交易所集團JPX、東京證交所TSE、群益投顧彙整

群益投顧

37

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

外資2024年迄今累計買超日股逾2.8兆日圓



資料來源：Bloomberg(03/15/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

38

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

名人效應-巴菲特持續進場日股

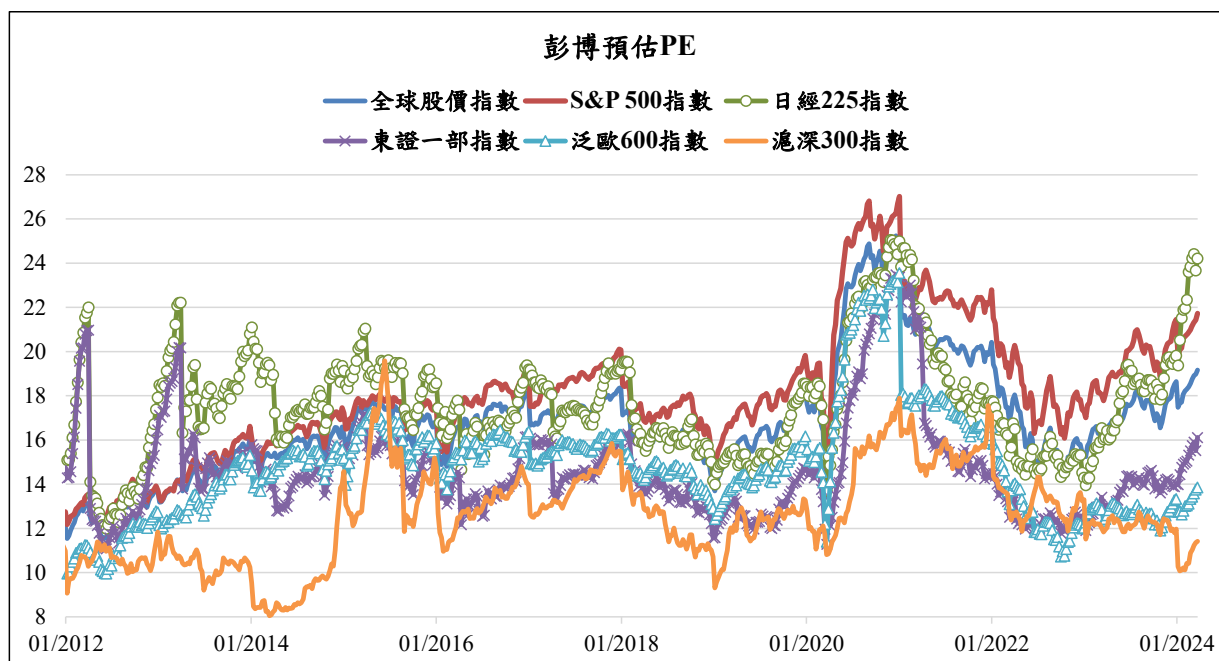
- 04/11/2023，巴菲特罕見到訪日本，接受《日本經濟新聞》專訪時稱，他持續加碼日本五大商社，持股從5%拉升至7.4%，是波克夏第6大核心持股，也預告此行是來日本尋找更多好標的。05/2023，波克夏公告五大商社平均持股超過8.5%，未來打算提高持股比重至9.9%。02/24/2024，波克夏公告五大商社平均持股達9%。



巴菲特藉由發日圓債投資日股 避匯率風險

- 11/29/2023，巴菲特旗下的波克夏公司，宣布發行1,220億的日圓債，是2023年內二次發行，主因是市場預期BOJ 2024年將逐步調整YCC，將帶動利率攀升，日本便宜資金時代將終結，趁此時發行固定利率的債券，可鎖定相對便宜的借貸成本。
- 自2019年迄今，波克夏七度發行日圓債，累計金額逾1.2兆日圓，主要用來投資日股，可大幅規避日圓貶值風險。

年	波克夏公司 日圓債(億日圓)	占比(%)
2019	4,300	34.2
2020	1,392	11.1
2021	1,600	12.7
2022	2,435	19.3
2023	2,864	22.7
Total	12,591	100.0



資料來源：Bloomberg(03/22/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

41

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

投資評等及免責聲明

投資評等說明

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

免責聲明

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。

群益投顧

42

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海