

2025年日本經濟展望

--擺脫通縮陰霾，經濟溫和復甦

--實質薪資增長，日本內需起飛

--川普2.0，建議日股區間操作

研究員 曾馨玉

11/19/2024

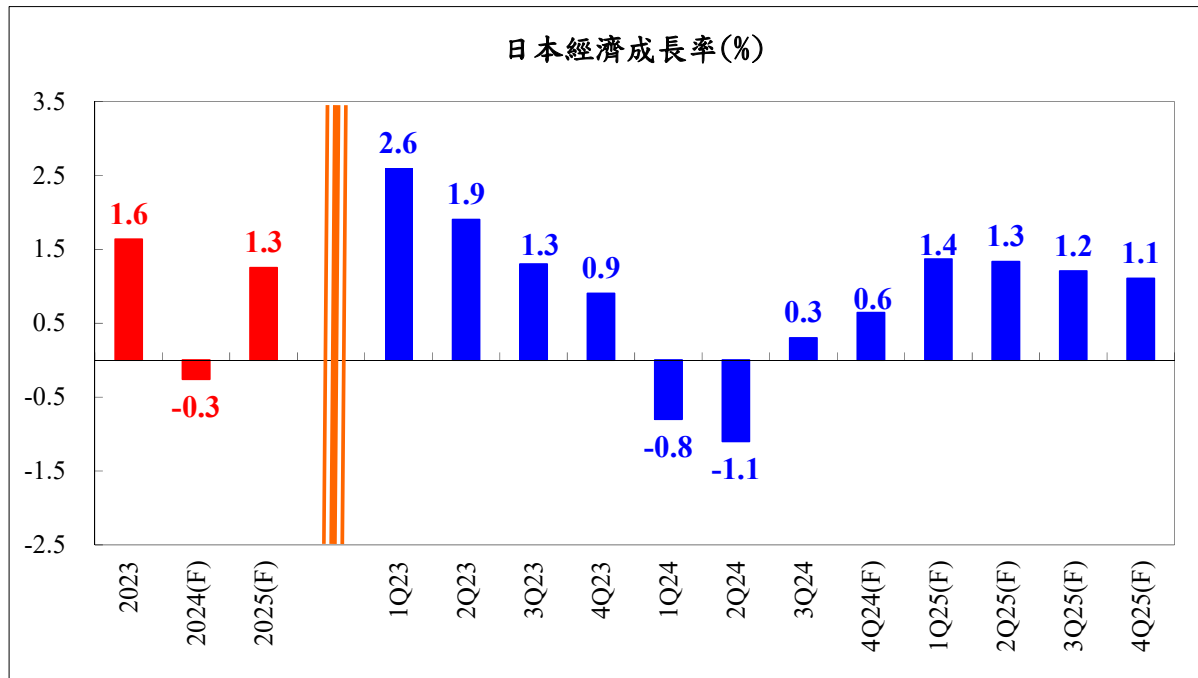
群益投顧



結論

- **GDP**：群益預估2025年日本GDP YoY+1.3%，將高於2024年的-0.3%，主因是1H24能登半島地震與汽車製造醜聞，基期較低，加上日本企業獲利維持高檔，美中大國對抗吸引FDI，預期企業投資將穩健增長；工資上漲，有利民間消費溫和擴張，2025年GDP將回歸正增長。
- **BOJ貨幣政策**：升息的關鍵在工資與消費呈現良性循環。群益預估BOJ將以每季升息半碼的步伐緩步升息，留意BOJ每季最新經濟與通膨預估值。
- **日圓**：川普2.0政策恐推升通膨，加上美國經濟穩健，鮑威爾稱不急於降息，且市場預估BOJ最快升息時點為01/2025，預估美日利差維持相對高，日圓兌美元將震盪偏弱。
- **政局**：11/11/2024，石破茂在首相指名選舉連任成功，但因執政聯盟在眾議院席次未過半，石破茂必須與在野黨妥協，才能讓預算與政策提案過關。
- **日股**：川普2.0，建議區間操作，個股表現。
 - 獲利面：川普2.0，加劇反全球化，企業成本提高、獲利縮減。
 - 評價面：企業改革、資金流入，推動日股PE上調。

群益預估日本2025年GDP YoY+1.3%



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

日本3Q24消費回溫、進口需求增

貢獻度(%)	GDP YoY	民間消費	民間投資 (=a+b)	住宅投資 (a)	企業投資 (b)	存貨	政府支出	淨出口 (=c+d)	出口 (c)	進口 (d)
1Q21	-0.6	-1.5	-0.8	-0.1	-0.7	0.5	0.8	0.4	0.3	0.1
2Q21	8.0	3.2	0.8	-0.1	0.9	-0.1	0.9	3.1	4.0	-0.9
3Q21	2.3	-0.2	0.7	0.1	0.6	0.7	0.6	0.6	2.3	-1.7
4Q21	1.6	0.5	0.5	0.1	0.4	0.6	0.0	0.2	1.0	-0.8
1Q22	0.8	0.6	0.2	0.0	0.2	0.7	-0.2	-0.6	0.8	-1.4
2Q22	1.7	1.5	0.1	-0.2	0.3	0.3	-0.2	-0.1	0.6	-0.7
3Q22	1.6	2.1	0.6	-0.2	0.8	0.2	-0.3	-0.9	1.2	-2.1
4Q22	0.6	0.6	0.5	-0.1	0.6	0.0	0.0	-0.5	1.4	-1.9
1Q23	2.6	1.8	1.0	-0.1	1.1	0.0	0.3	-0.6	0.4	-1.0
2Q23	1.9	0.2	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	1.2	0.7	0.5
3Q23	1.3	-0.1	-0.2	0.1	-0.3	-0.4	0.1	1.8	0.5	1.3
4Q23	0.9	-0.3	0.4	0.0	0.4	-0.4	-0.2	1.5	0.9	0.6
1Q24	-0.8	-1.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	1.1	0.3	0.8
2Q24	-1.1	-0.3	0.3	-0.1	0.4	-0.5	0.2	-0.7	0.2	-0.9
3Q24	0.3	0.4	0.3	-0.1	0.4	0.3	0.2	-0.8	0.3	-1.1
ΔYoY	1.4	0.7	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	-0.1	0.1	-0.2

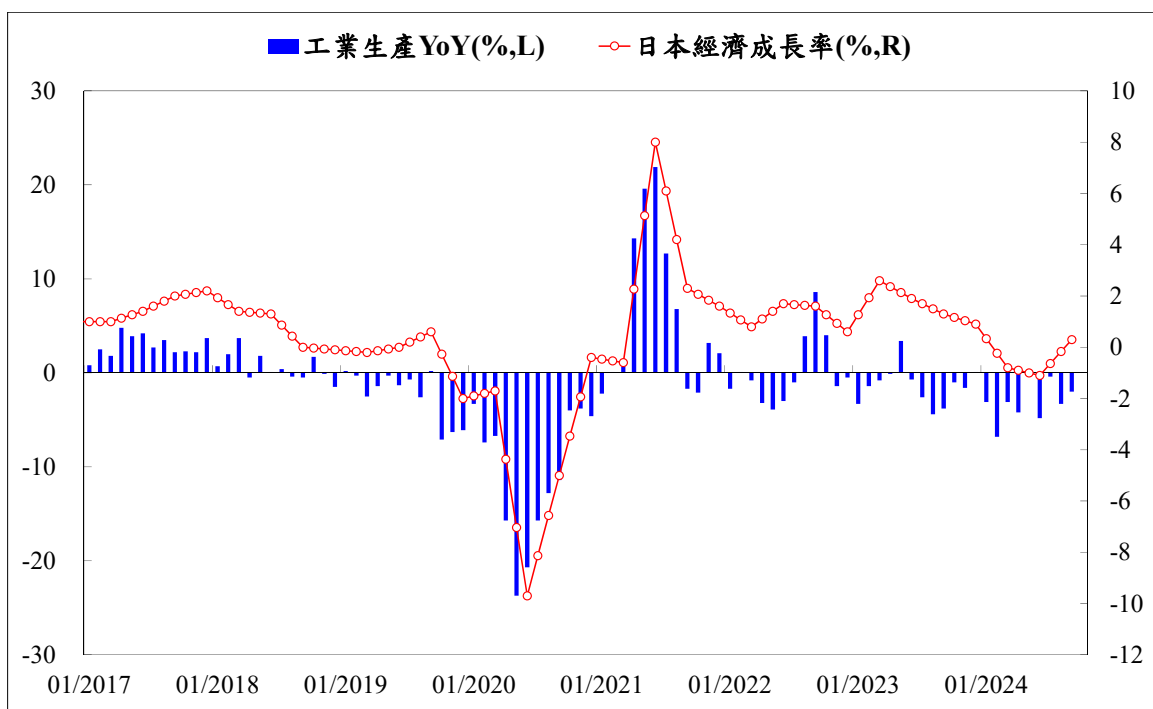
資料來源：日本內閣府，群益投顧

群益投顧

4

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

日本工業生產佔GDP比重近三成



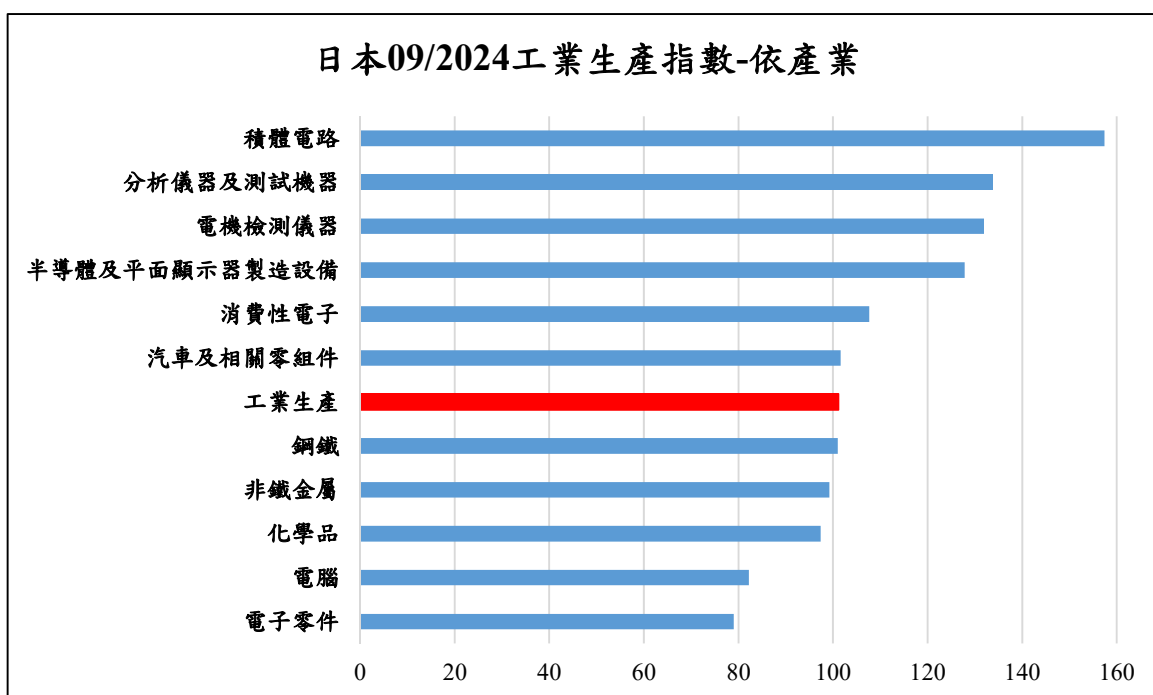
資料來源：日本經濟產業省，內閣府，Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

5

日本製造業分化 半導體強勁、汽車溫和復甦



資料來源：日本經濟產業省，Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

6

日本五大製造業以汽車佔比最大

日本主要製造業



一、汽車

日本汽車的生產量僅次於中國與美國，位居全球第三，佔全球總生產量約10%，也是第二大汽車出口國。

二、半導體

日本掌握半導體產業鏈上游。在設備方面，全球市占約三成。在關鍵原料方面，全球市占高達八成，用於先進製程的光阻劑高達九成。

三、機械

日本工具機產業發達，產品具備高品質、高精度與高可靠度，是僅次於德國的第二大高階工具機出口國，主要出口市場為中國與美國。

四、電子產品

包含消費性電子、電器到高科技工業機器人等，主要廠商有Panasonic、Sony、任天堂、Hitachi、Canon、Nikon等。

五、鋼鐵

日本為全球第三大鋼鐵生產國，僅次於中國與印度。

資料來源：經濟部國際貿易署，pngtree，群益投顧彙整

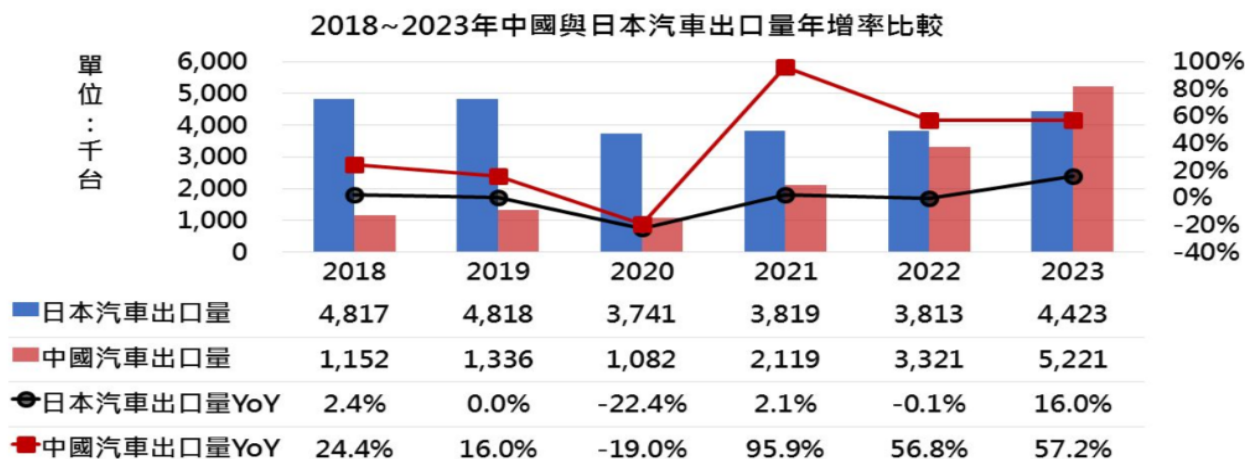
群益投顧

7

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

日本汽車製造業面臨轉型與中國競爭

- 根據豐田汽車的統計，生產一台傳統的燃油車，需要約3萬個零件。而生產一台電動車，只需約2萬個零件。其中，車用引擎、動力系統與制動裝置、電裝與電子裝置各約7千個、2千個及1千個零組件需求會完全消失。
- 但驅動馬達、車用半導體、燃料電池、蓄電裝置等零組件，將會因電動車市場到來而需求大增。



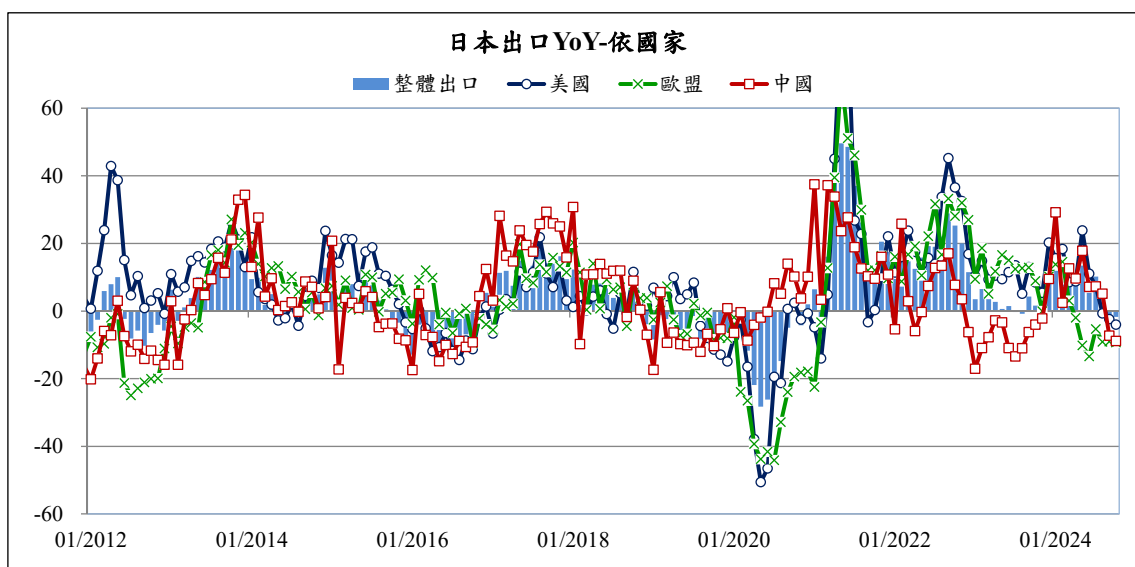
資料來源：Digitimes，群益投顧彙整

群益投顧

8

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

海外需求放緩將壓抑日本出口增速



經濟成長率(%)	美國	歐元區	中國
2024(F)	2.7	0.8	4.8
2025(F)	1.8	1.1	4.5

資料來源：日本海關、Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

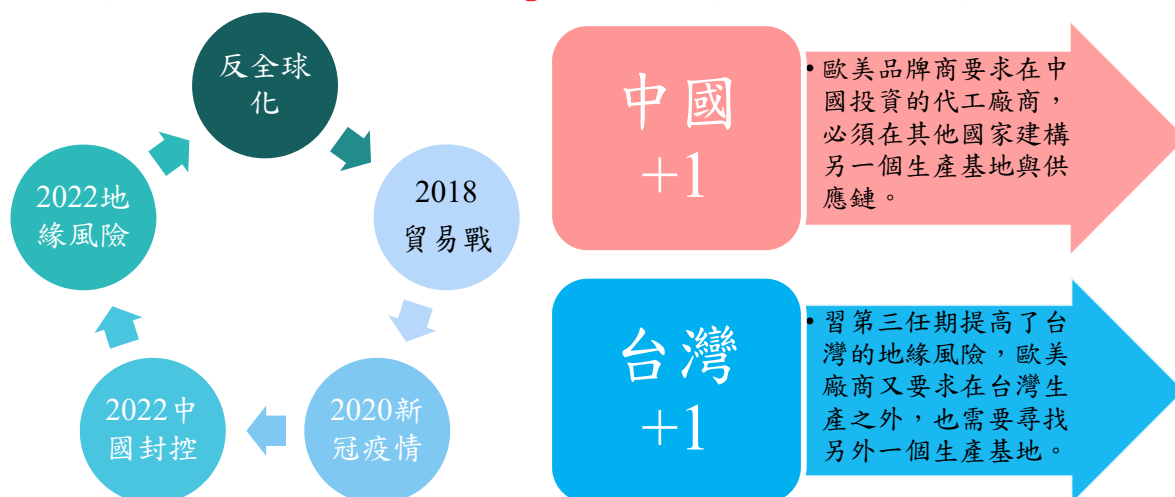
群益投顧

9

台北・香港・上海

反全球化浪潮、政策支持，日本受惠

- 08/2022，在官民合作下，日本八家大型企業包括豐田、軟銀、Sony、日本電裝、日本電氣、日本電信、鎧俠、三菱日聯金融，成立半導體製造商Rapidus，目標要在2025年試產、2027年量產2奈米晶片。岸田首相任期內，Rapidus已三度獲日本政府補助，金額達9,200億日圓。新首相石破茂計畫砸10億日圓支持AI半導體業。
- 2023年迄今，台積電、微軟、Google、亞馬遜等知名企業，皆持續擴大對日投資。



資料來源：經濟日報、日經中文網，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

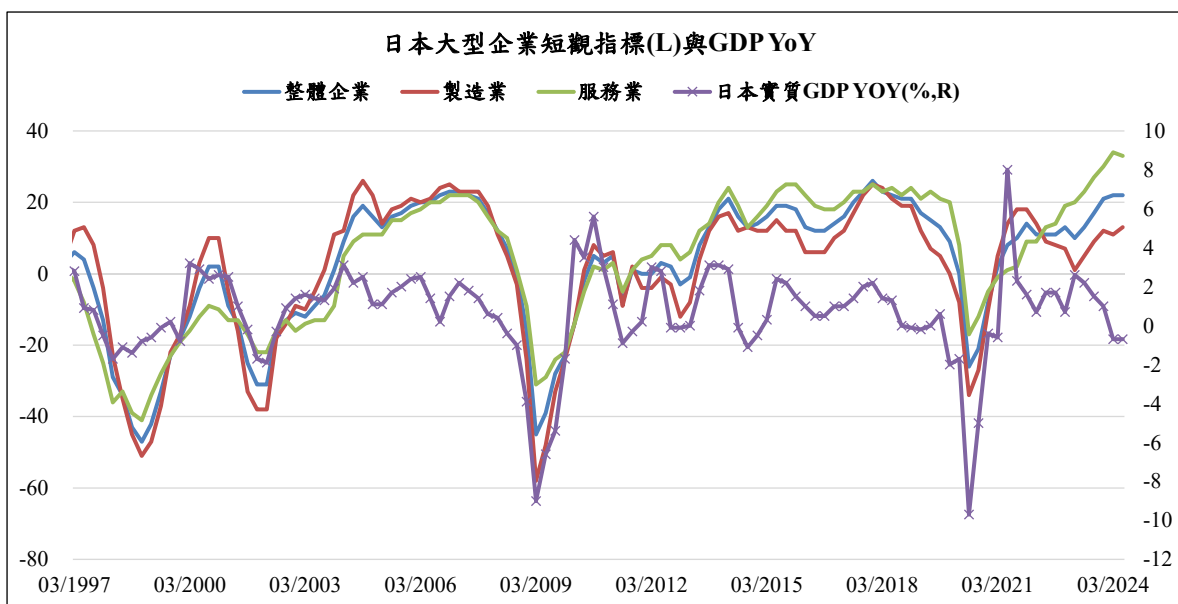
群益投顧

10

台北・香港・上海

日本短觀指標小幅攀升 企業前景向上

- 日本央行10/01/2024公布3Q24大型企業短觀指標由22升至23。其中，製造業短觀持平在13，優於市場預期的12；服務業短觀由33升至34，優於市場預期的32。

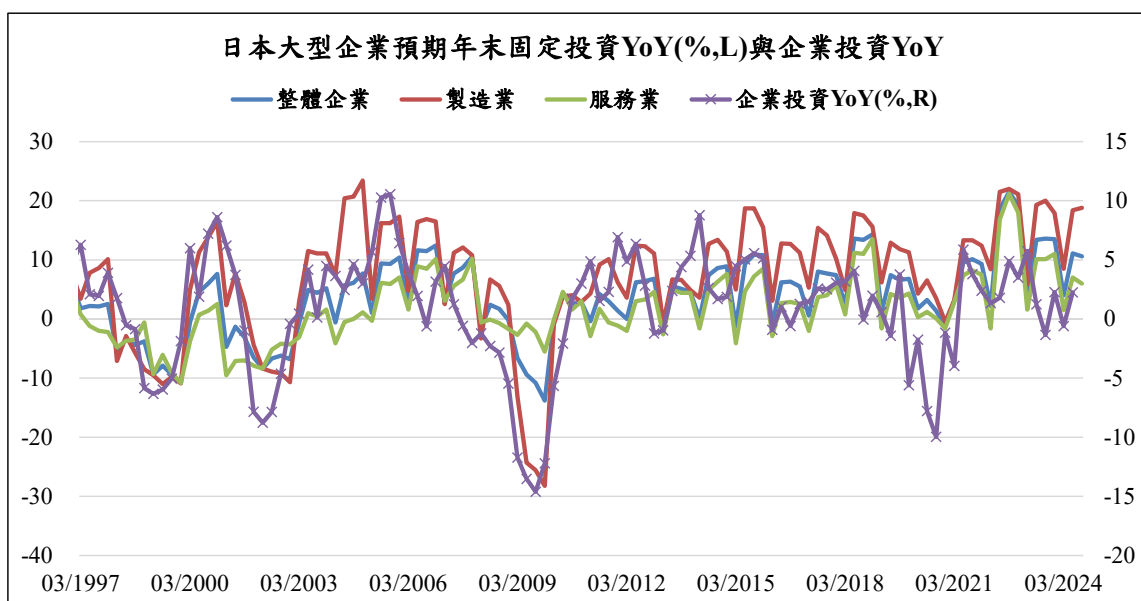


資料來源：日本央行、Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

製造業投資增速強勁 連續四季攀升

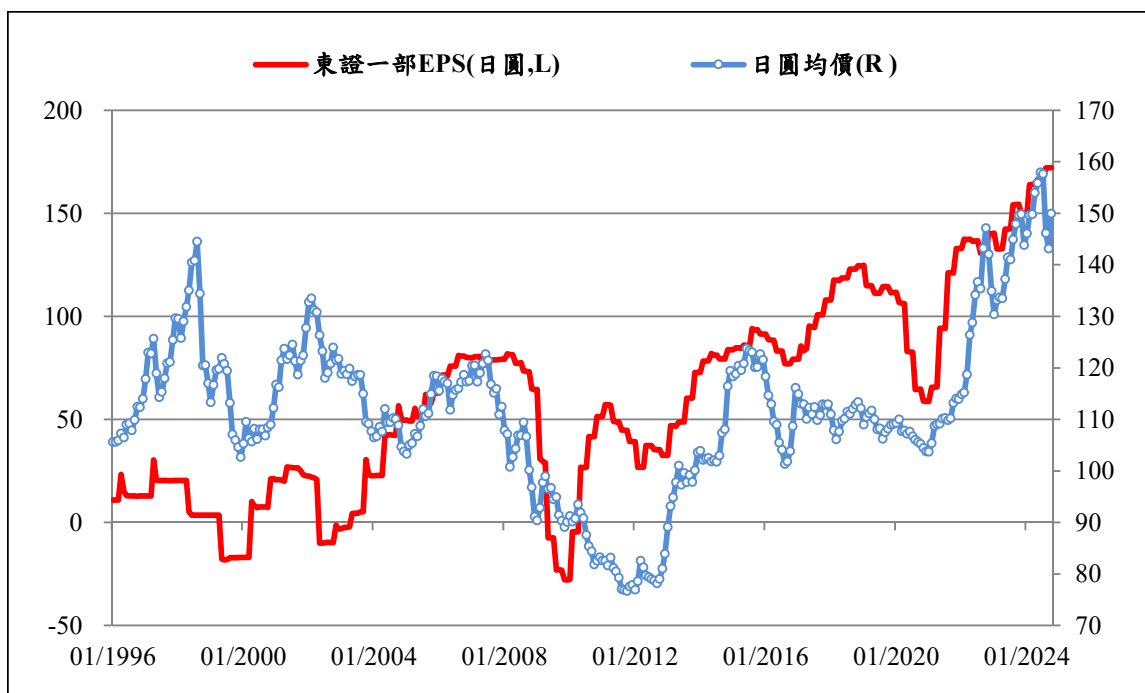
- 日本3Q24大型企業預期2024年末固定投資YoY+10.6%，維持相對高檔。其中，製造業為18.8%，連續四季攀升，服務業為6.0%。



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

弱勢日圓有利企業獲利增長



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

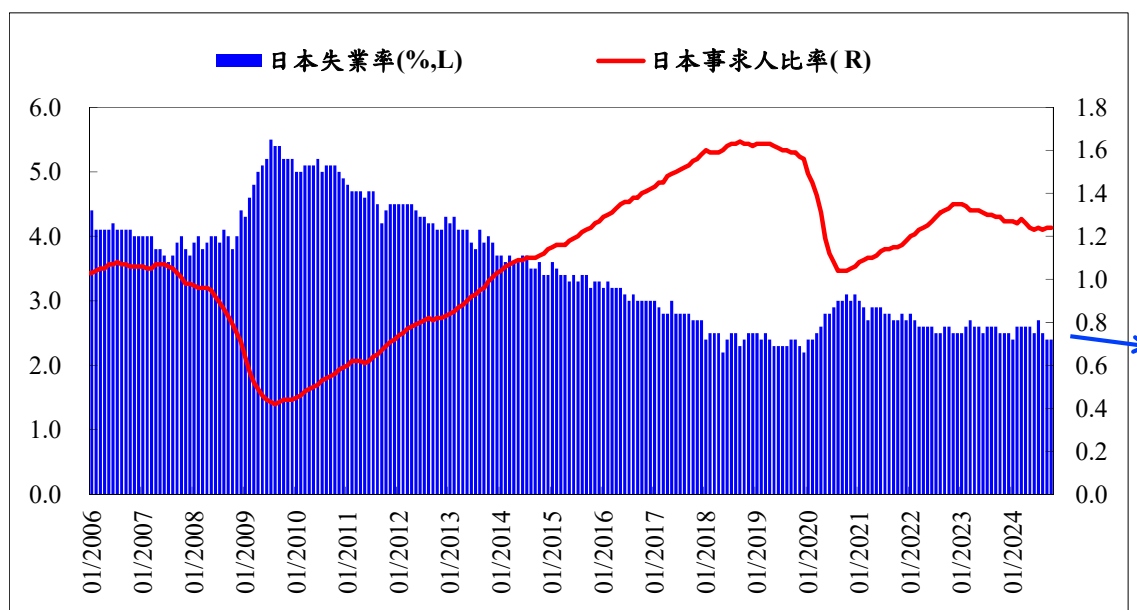
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

13

預估日本就業市場持續改善

- 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

日本青年就職率創下統計以來新高

- 日本2024春季畢業的大學生就職率達98.1%，創下1997年統計以來新高，以下列四個產業的就職率最高，提供大量就業機會。

IT行業：隨著數位化轉型的加速，IT行業對技術人才的需求持續增長。

金融業：銀行、保險和投資公司等金融機構對畢業生的需求穩定。

製造業：特別是高科技製造和汽車製造領域，這些行業對技術專業人才有很高的需求。

旅遊和飯店業：隨著疫情後旅遊業的復甦，這些行業的招聘活動也變得更加積極。

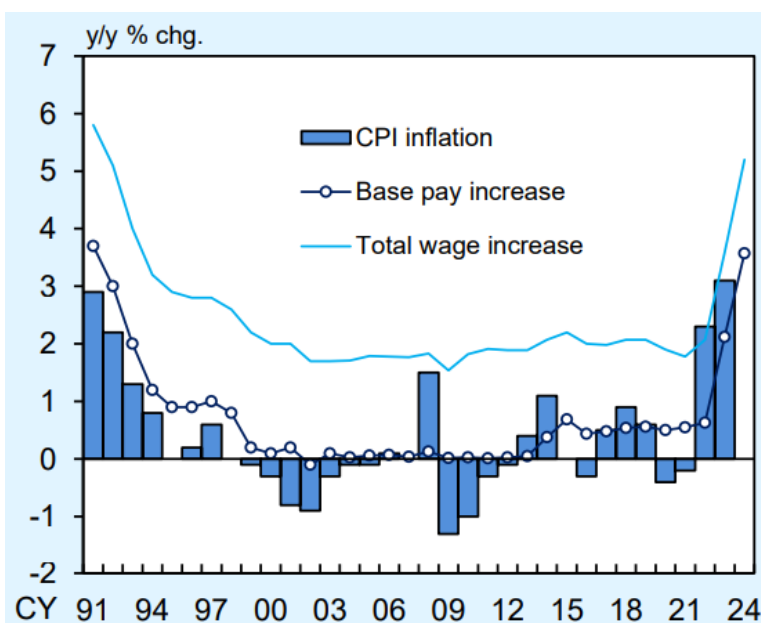
資料來源：日本文部科學省、厚生勞動省，群益投顧彙整

群益投顧

15

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預估03/2025日本春鬥 工資將持續增長



- 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%，也創下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。

	base pay increase, %		
	CY 2022	CY 2023	CY 2024
Regular employees	0.6	2.1	3.6
1,000 or more	0.6	2.2	3.6
300 to 999	0.7	2.1	3.6
100 to 299	0.7	2.0	3.4
99 or less	0.8	1.9	2.9
Part-time employees	2.3	5.1	6.1

資料來源：日本央行，日本工會組織，群益投顧彙整

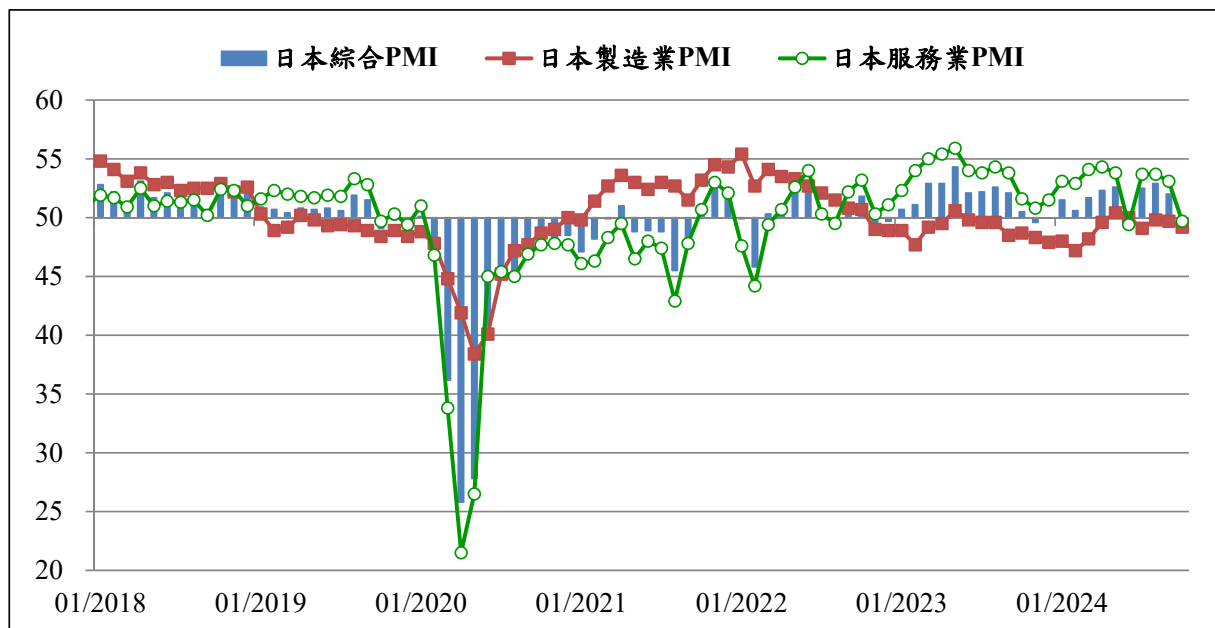
群益投顧

16

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

服務業轉嫁上升的成本 影響部份需求

- 日本10/2024製造業PMI由49.7降至49.2，服務業PMI由53.1降至49.7。



資料來源：日本物料管理協會、Bloomberg，群益投顧彙整

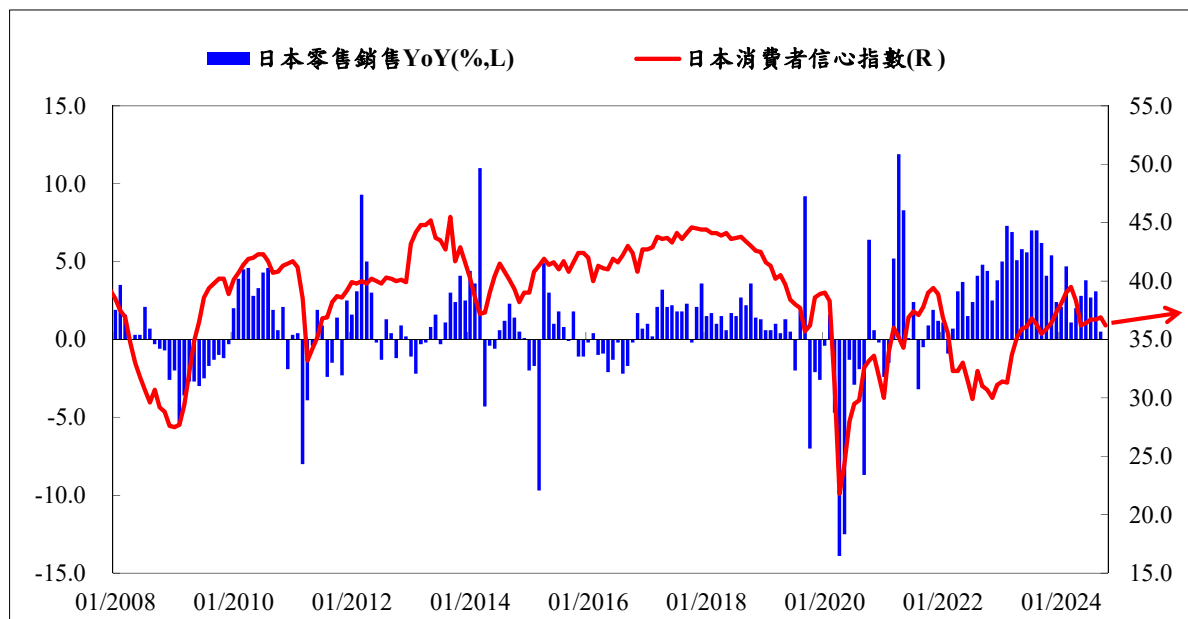
群益投顧

17

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預估實質薪資增長 將帶動日本民間消費溫和復甦

- 預估日本2025年工資將持續增長，有利民間消費溫和復甦。

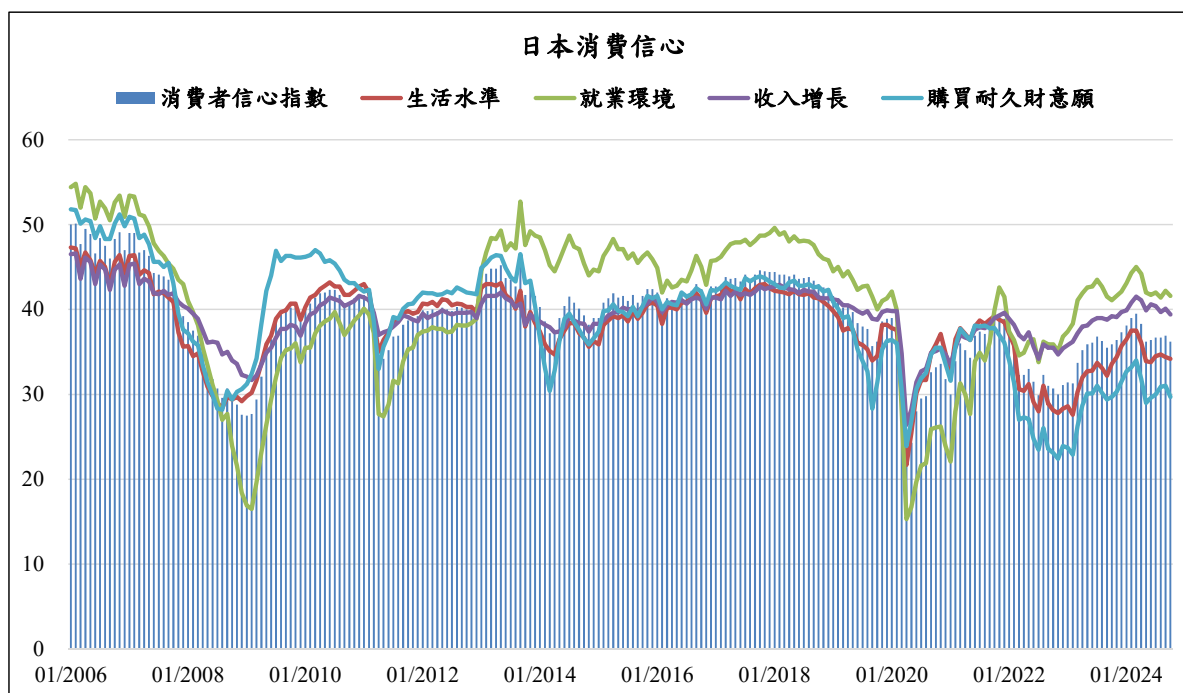


資料來源：日本內閣府、Bloomberg，群益投顧彙整

群益投顧

18

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海



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

19

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

20

- 日本央行每季會公布最新經濟與通膨預估值，2025年公布日期為01/24、05/01、07/31、10/30。

★日本央行最新GDP與CPI預估值(10/31/2024調整)

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) CPI (all items less fresh food and energy)
Fiscal 2024	+0.5 to +0.7 [+0.6]	+2.4 to +2.5 [+2.5]	+1.9 to +2.1 [+2.0]
Forecasts made in July 2024	+0.5 to +0.7 [+0.6]	+2.5 to +2.6 [+2.5]	+1.8 to +2.0 [+1.9]
Fiscal 2025	+1.0 to +1.2 [+1.1]	+1.7 to +2.1 [+1.9]	+1.8 to +2.0 [+1.9]
Forecasts made in July 2024	+0.9 to +1.1 [+1.0]	+2.0 to +2.3 [+2.1]	+1.8 to +2.0 [+1.9]
Fiscal 2026	+0.8 to +1.1 [+1.0]	+1.8 to +2.0 [+1.9]	+1.9 to +2.2 [+2.1]
Forecasts made in July 2024	+0.8 to +1.0 [+1.0]	+1.8 to +2.0 [+1.9]	+1.9 to +2.2 [+2.1]

資料來源：日本央行，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

群益投顧

21

台北・香港・上海

BOJ 1H24購買JGBs規模 介在4.75兆~6.95兆日圓區間

- 05/31/2024，BOJ公布2Q24購債計畫，與1Q24相較購買上限縮減。
- 07/2024會議，BOJ公布減少購買日本公債的具體計畫。

	残存期間 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)		残存期間 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 (4~6月分) Scheduled dates (April-June)
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 5/7、13、17、23 6/7、12、18、24
	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 5/7、17、23、31 6/12、18、24、28
	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、15、21 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 5/13、17、23、31 6/7、12、18、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 5/7、13、31 6/7、18、28
	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 5/17、31 6/12、28
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

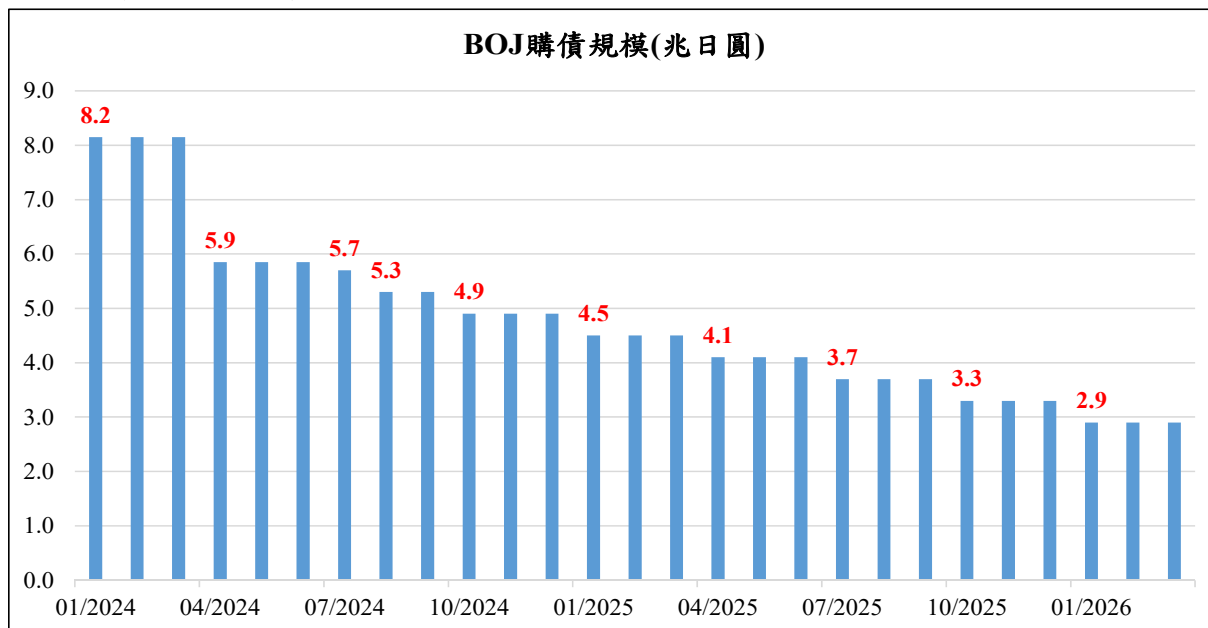
群益投顧

22

台北・香港・上海

BOJ 2H24開起緩步量化緊縮(QT)

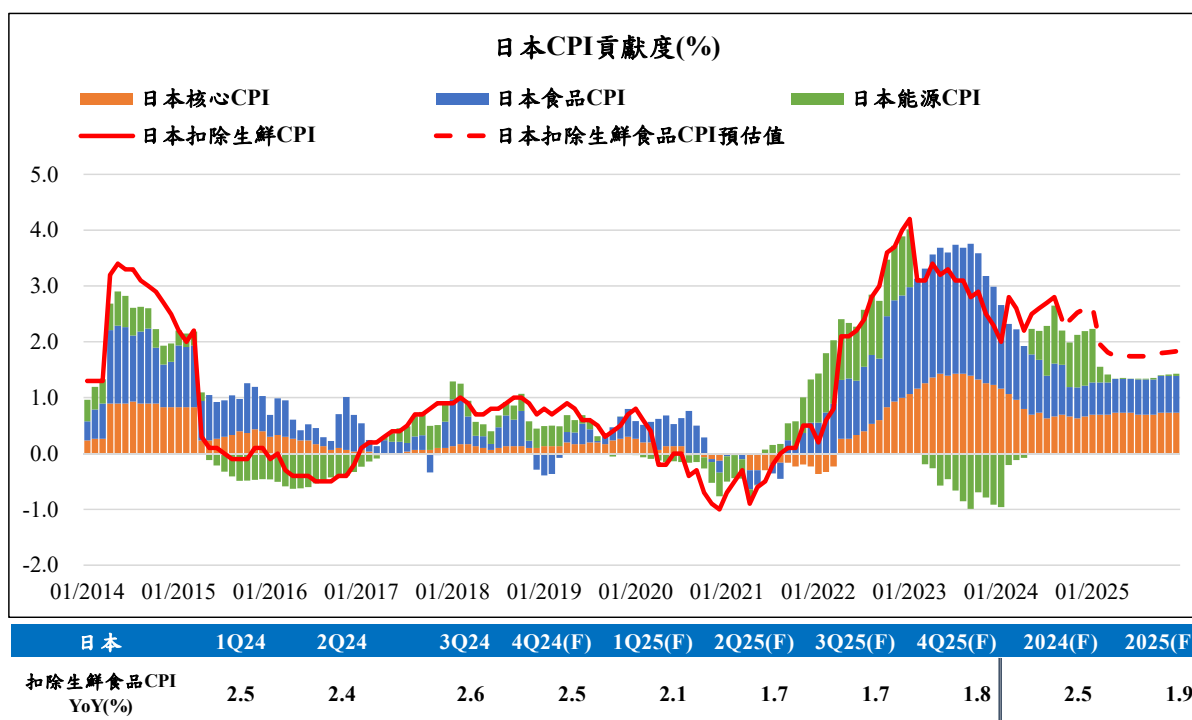
- BOJ將以每季減少4,000億日圓(約26億美元)的速度縮減購債，低於市場預期的1兆日圓(約66億美元)，至1Q26每月購買公債規模才會減半至2.9兆日圓。



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

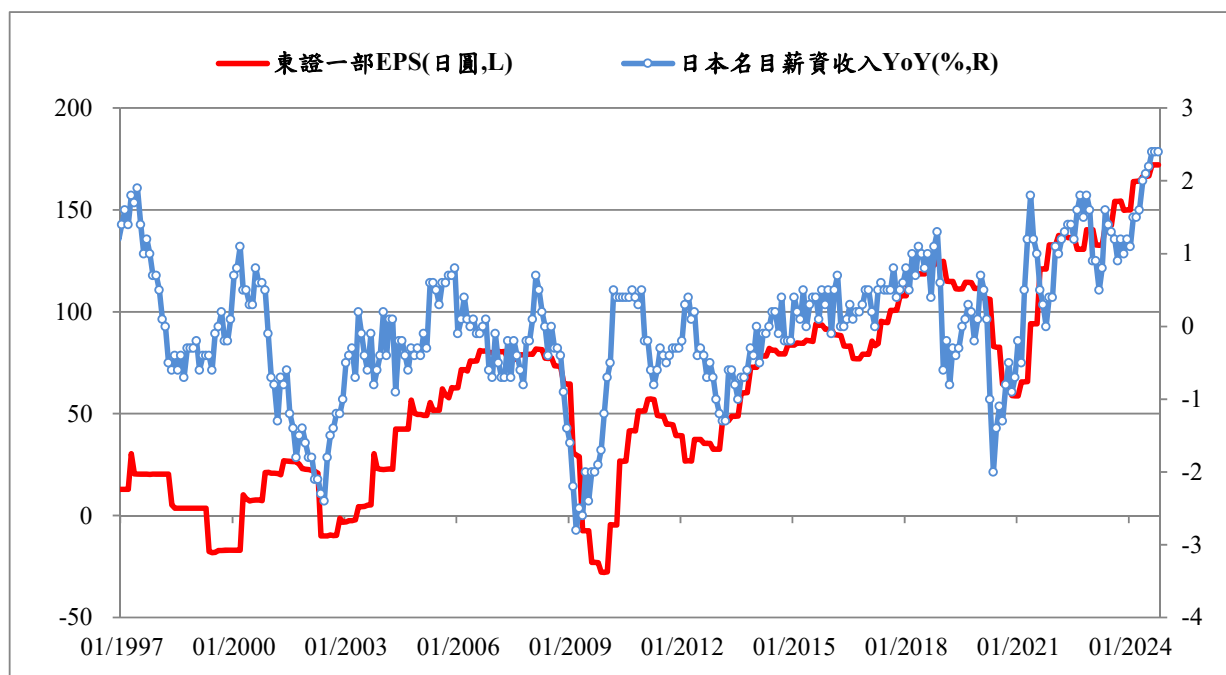
預估日本2025年通膨+1.9%



資料來源：日本總務省，Bloomberg，群益投顧彙整預估

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

預估日本2025年薪資將持續增長



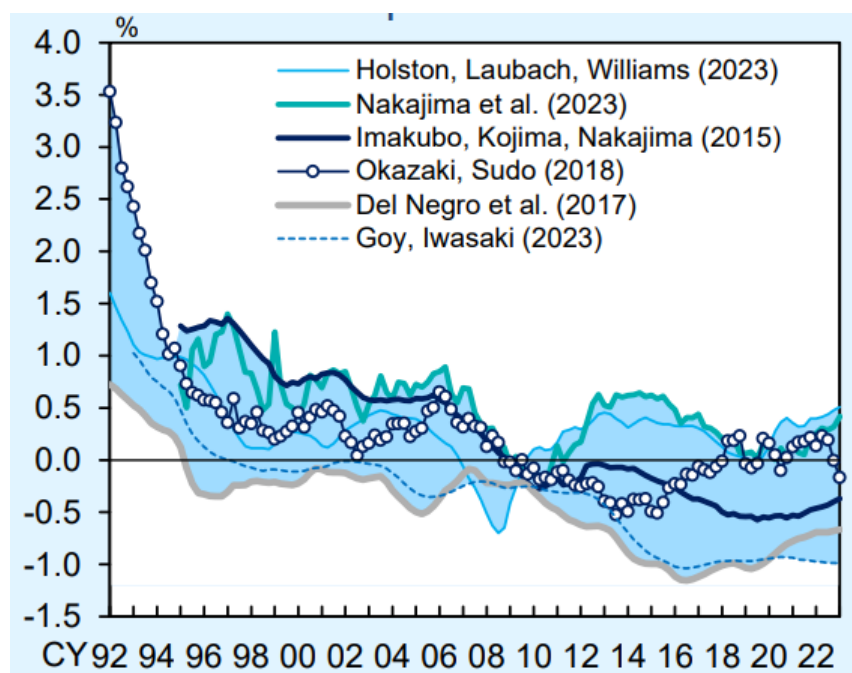
資料來源：日本厚生勞動省、Bloomberg，群益投顧彙整預估

群益投顧

25

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

維持寬鬆環境下 BOJ 升息空間有限



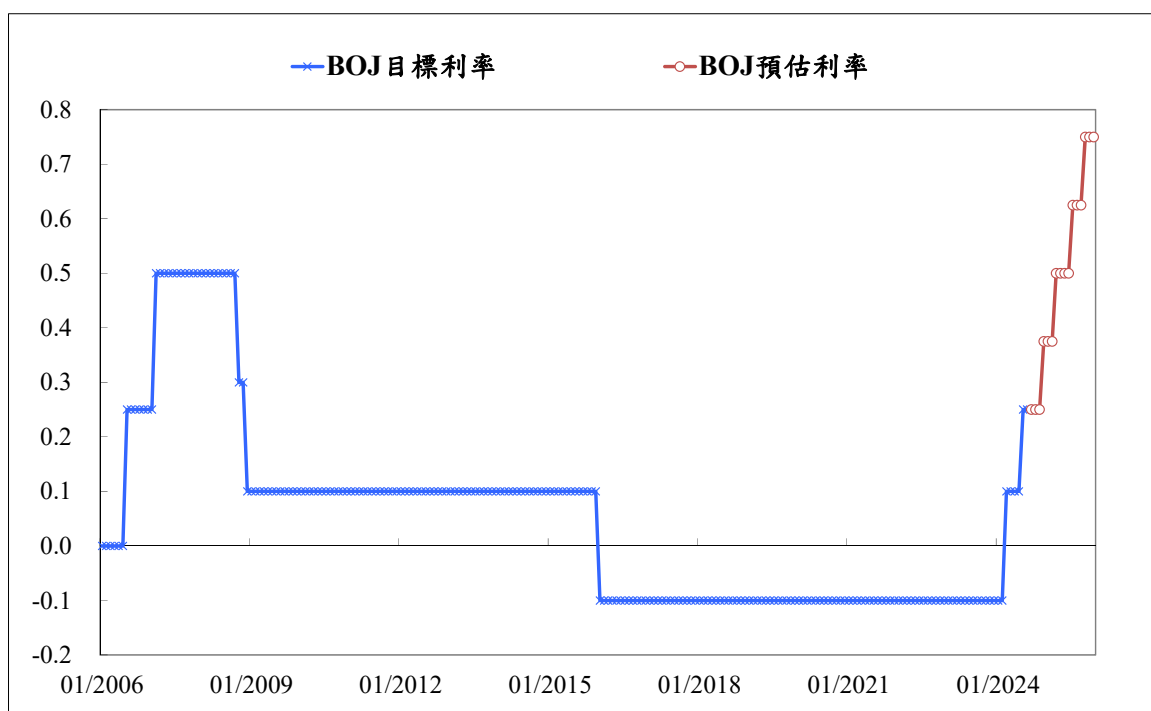
- BOJ用不同模型預估的自然利率(Nature Rate)，目前介在0.5%~1.0%之間
- 自然利率又稱中性利率，是在保持通膨不變的情況下，達到充分就業的最佳利率。
- 維持寬鬆的貨幣政策環境，代表實質利率需小於自然利率。

資料來源：日本央行，群益投顧彙整

群益投顧

26

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海



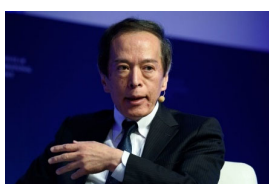
資料來源：日本央行，Bloomberg，群益投顧彙整預估

群益投顧

27

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

植田和男談話



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**。

07/2024會議，植田稱實質利率預計仍顯著為負，距離中性利率仍有一段距離，此代表貨幣環境寬鬆，重申**升息時點取決於數據表現，目前無法判斷，4Q24仍有升息可能**。

10/31/2024會議，植田稱將密切關注升息、匯率及海外經濟風險，**暗示若經濟發展符合預期，將持續升息**。

資料來源：日本央行，群益投顧彙整預估

群益投顧

28

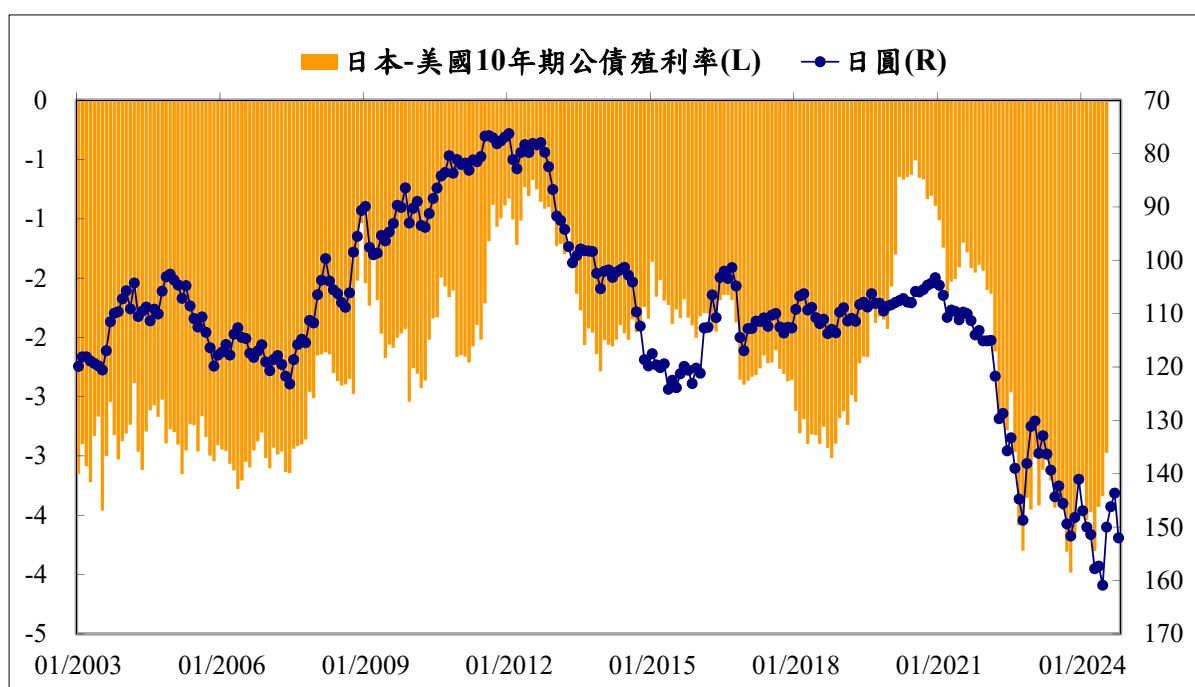
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

日本宏觀投資：

- 美日利差維持相對高，日圓震盪偏弱
- 川普2.0，日股區間操作、個股表現
- 企業改革，資金流入，促使評價提升

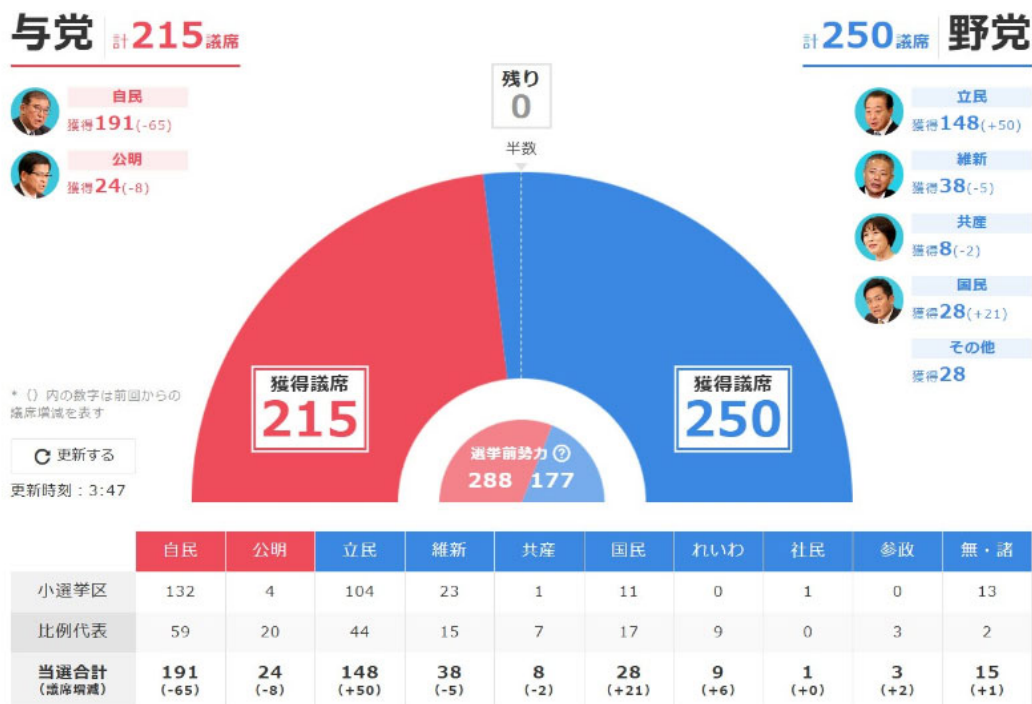


預估美日利差維持相對高 日圓將震盪偏弱



資料來源：Bloomberg (10/2024底)，群益投顧彙整

10/27日本第50屆眾議院選舉 自民黨自2009年以來首次未過半



資料來源：日本經濟新聞網、Yahoo Japan，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

石破茂朝小野大 需與在野黨妥協政策

- 11/11/2024，石破茂在特別國會首相指名選舉連任成功，但因自民黨與公明黨組成的執政聯盟在眾議院席次未過半，是1994年以來首見的少數執政。石破茂必須與在野黨妥協，才能讓預算與政策提案過關，最有機會合作的是國民黨。

- 建立亞洲版北約
- 防災基礎建設
- 降低負債
- 擺脫通縮
- 能源補貼是否延長待定
- 支持升息，選後改口稱經濟尚未準備好，不會干預BOJ。

石破茂(自民黨主席)



- 政治改革：修法廢除政策活動費
- 減稅：調高所得稅起徵點(由年收入103萬至178萬日圓)，預估每年將減少7~8兆日圓稅收。
- 延長能源補貼、降低汽油稅

玉木雄一郎(國民黨主席)

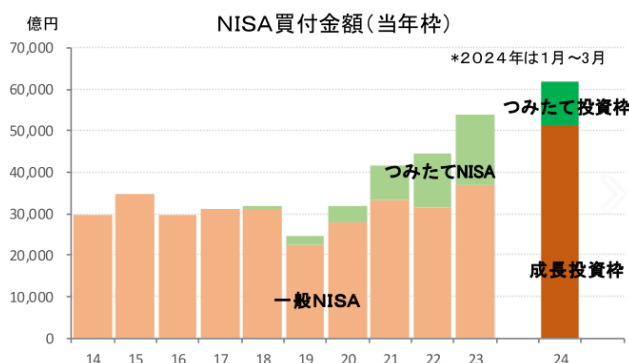
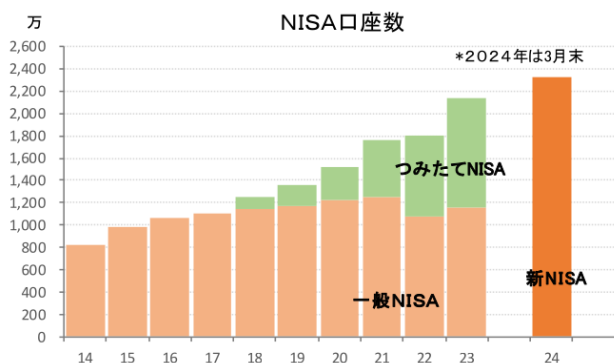


資料來源：日本經濟新聞網、Yahoo Japan、維基百科，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

前首相岸田推行的NISA新制將延續

- 日本新 NISA 制度，免稅期改為無限期，總投資額度 1,800 萬，每年360萬日圓。
- 舊 NISA 制度，包含「一般 NISA」與「儲蓄(積立)NISA」兩種，其中一般 NISA 免稅期為五年，每年有 120 萬日圓免課稅額度，總投資額度 600 萬日圓；積立 NISA 免稅期為 20 年，每年有 40 萬日圓免課稅額度，總投資額度 800 萬日圓。
- 資產收入倍增計畫，目標是5年內NISA帳戶翻倍至3,400萬個(基期為2021年)。
- 截至1Q24，日本NISA帳戶為2,323萬戶，新增187萬戶，高於1Q23的新增73萬戶。



資料來源：日本金融廳、第一生命經濟研究所、群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

33

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。

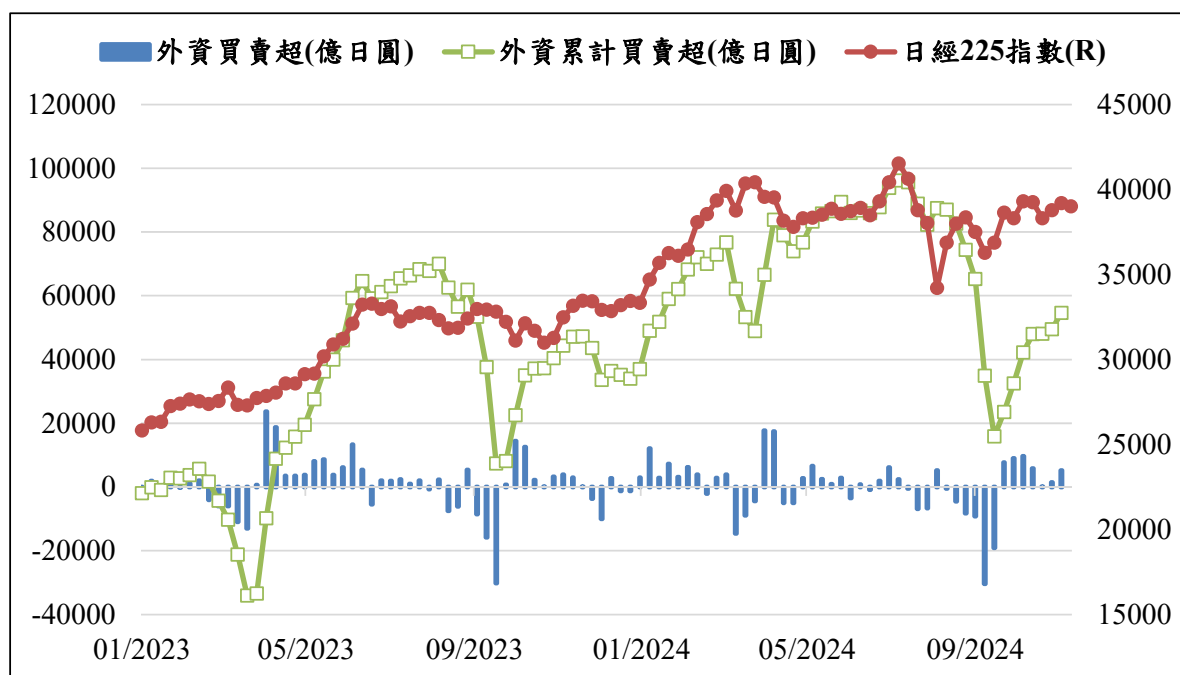
資料來源：日本交易所集團JPX、東京證交所TSE、群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

34

外資2023年迄今累計買超日股約5.5兆日圓



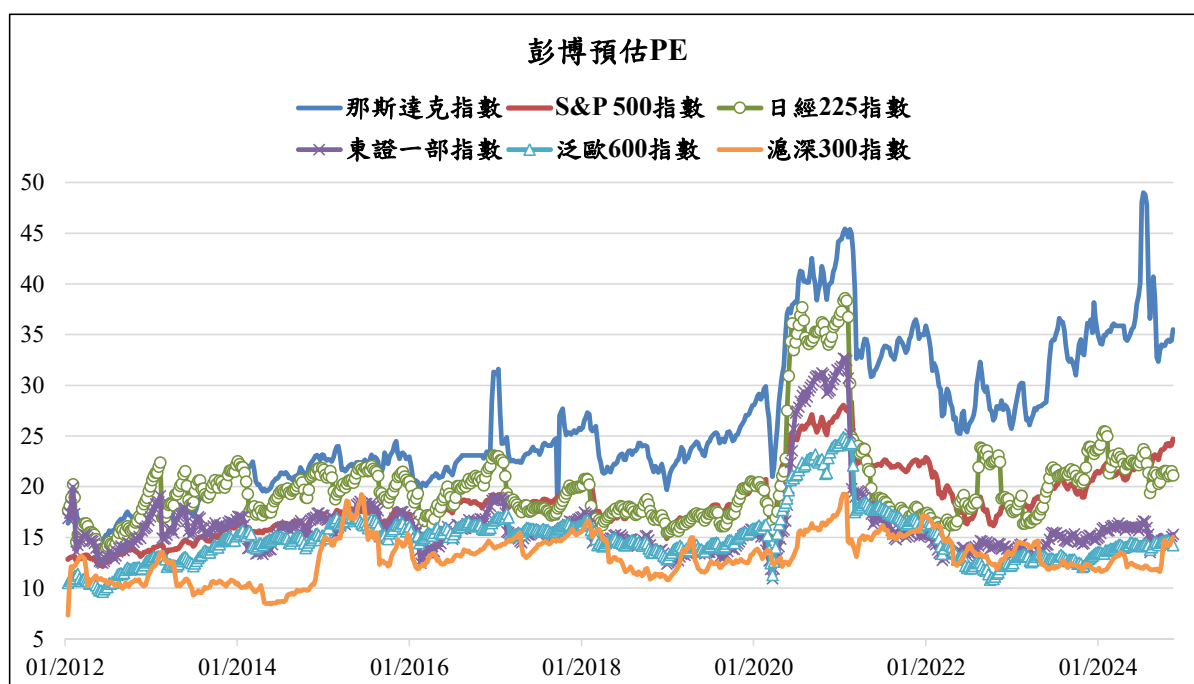
資料來源：Bloomberg(11/08/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

35

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

企業改革、資金流入 有助提升日股PE



資料來源：Bloomberg(11/15/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

36

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。