

經濟數據評析

日本 Q4 GDP：淨出口及企業固定投資帶動，景氣增速高於長期平均

吳明真

Vivian.MC.Wu@yuanta.com

事件

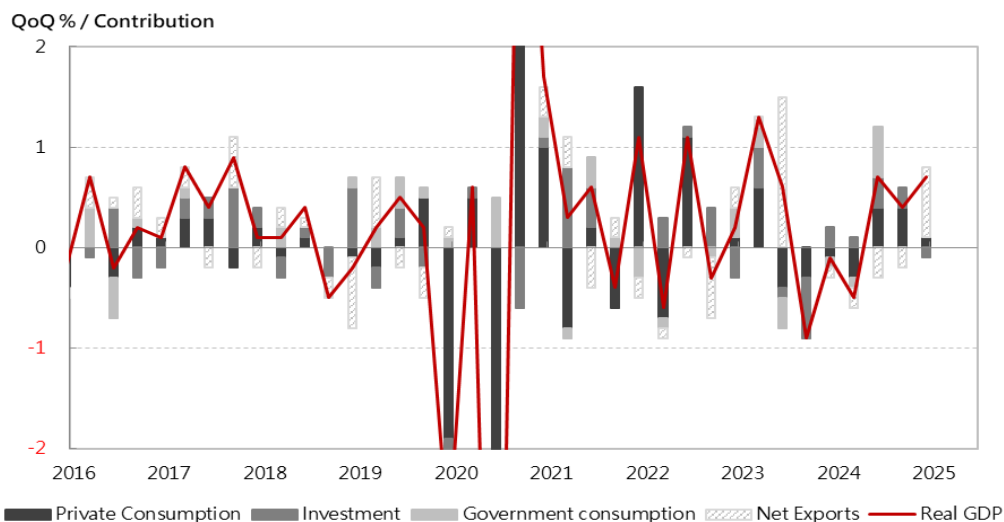
- ◆ Q4 實質 GDP 季增 0.7%，高於前季修正後的 0.4%，且優於市場預估的 0.3%。
- ◆ Q4 名目 GDP 季增 0.7% 至 620.46 兆日圓，為 1980 年有紀錄以來最高。
- ◆ Q4 GDP 平減指數年增率為 2.8%，高於前季的 2.4%，符合市場預期。

評論

帶動本季經濟成長，主要來自外需所貢獻，逆轉連續兩季由內需提振的格局。其中，服務出口受惠外國遊客入境人數大幅成長，加上製藥廠商轉讓專利權，搭配進口的回落，淨出口成為本季 GDP 貢獻度最大之分項。此外，企業對經濟前景抱持樂觀看待，且產業趨勢及政府對半導體產業的支持，均使得企業固定投資較前季成長，助長景氣表現。

展望後市，根據早前日本最大工會組織 RENGO 表示，將今年春鬥加薪談判目標列為與去年一致的超過 5%，呼應 1 月份日本央行利率決議會後聲明中提及的，預計今年春鬥加薪可望延續偏強成長格局，薪資維持上升趨勢，意味著將有助民眾消費，對國內景氣帶來支撐。另一方面，日本央行去年所公布的第四季短觀報告顯示，全產業對 2024 財年(2024 年 4 月至 2025 年 3 月)預估固定投資增幅持續高於過往同期長期平均，全體企業預計全財年固定投資年增幅將達 9.7%，高於長期均值的 3.6%，透露後續固定投資有望延續正增長格局，是提振景氣動能之一。綜合上述，薪資成長格局有望延續支撐消費表現，企業投資意願仍居高檔，及出口有望緩步回溫，預計第一季經濟成長仍有望維持擴張局。

圖 1：日本 GDP



資料來源：Bloomberg、元大投顧

數據總攬

日本內閣府於 2 月 17 日公布第四季實質 GDP 季增率，自前值的 0.4% 回升至 0.7%，優於市場預期的 0.3%，不僅為連續三個季維持於擴張區間，亦優於過往長期均值的 0.2%；年化季增率則由前季的 1.7% 回升至 2.8%。

名目 GDP 季增率自前季的 0.7% 升至 1.3%，年化季增率為 5.1%，名目 GDP 達 620.46 兆日圓，是 1980 年有紀錄以來最高。

同期間的 GDP 平減指數年增率為 2.8%，高於前季的 2.4%，中斷早前的下行格局，再度小幅反彈，或反映因勞動薪資延續成長，搭配日圓的弱勢使得進口成本的攀高等，研判均為引導國內生產之產品價格上漲的主因。

外國旅客大增、進口回落，外需成為本季經濟成長主要動能

若將 GDP 拆解為內、外需兩大分項來看，提振本季經濟擴張格局，主要來自外需的推升，逆轉早前連續兩季主要由內需所帶動的格局。外需對本季 GDP 貢獻度為 0.7 個百分點，顯著優於前季貢獻度 -0.1 個百分點；與之相反，內需方面，貢獻度自前季的 0.5 個百分點驟降至 -0.1 個百分點，壓抑本季經濟成長動能。

將外需結構進行拆解，商品及服務出口季增率為 1.1%，略低於前值的 1.5%，對本季 GDP 貢獻度為 0.2%，其中，主要因為商品出口季增幅下降所影響，由前季的 2.1% 回落至 0.1%，或反映第三季因汽車生產中斷恢復，帶動對汽車出口，及半導體相關設備受惠中國需求強勁，然進入第四季前兩項正面因素陸續消退，使得出口增速回落；與之相反，服務出口季增幅達 4.1%，顯著優於前季的 -0.4%，研判主要受惠外國旅客對於日本旅遊需求強勁影響，日本第四季外國旅客入境人數達 999.0 萬人，較第三季的 909.8 萬人成長 9.8%，以及製藥公司轉讓專利權取得權利金等，均引導服務出口走強。

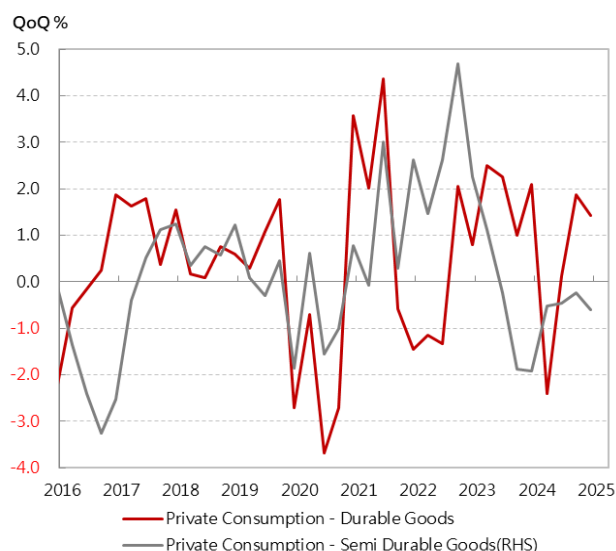
另一方面，商品及服務進口季減 2.1%，為時隔兩季再度落入負區間，其中，商品及服務進口分別季減 2.4%、季減 1.1%，其中前者主要因藥品及電子零組件進口的減少影響。進口的放緩對 GDP 的貢獻度為 0.5 個百分點。

節能家電補貼、企業固定投資增加，支撐內需經濟

內需部分，家計單位最終消費支出季增 0.1%，遜於前季的 0.8%，對本季 GDP 貢獻度為 0.1 個百分點，其中，民眾對耐久財消費季增 3.6%，高於前季的季增 3.1%，一部分因素為東京都政府自 2024 年 10 月起實施擴大節能家電的補助措施，帶動冰箱、冷氣等耐久財的購買，抵銷半耐久財及非耐久財的消費下降，後兩者消費下降顯示，薪資增幅尚未完全跟上物價漲勢，導致民眾實質購買力受到侵蝕所致。

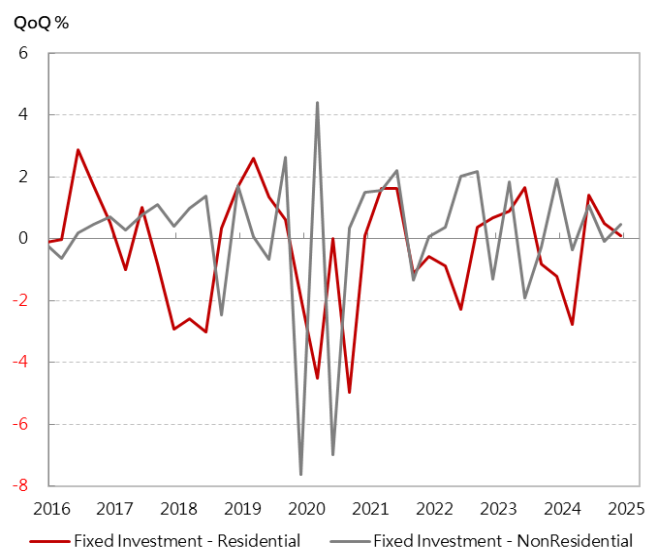
另一方面，民間非住宅投資季增 0.5%，逆轉前季的季減 0.1%，對 GDP 貢獻度為 0.1 個百分點，顯示廠商正面看待日本景氣後市，搭配獲利穩健成長，企業提高固定投資，同時人工智慧趨勢及政府大力對半導體等產業的扶植，相關工廠興建亦為投資走揚因素。

圖 2：家計單位最終消費支出(一年期移動平均)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：固定投資



資料來源：Bloomberg、元大投顧

薪資成長有望持穩偏強格局、企業投資意願居高檔，料引導首季經濟維持正成長

展望後市，根據早前日本最大工會組織 RENG0 表示，將今年春鬥加薪談判目標列為與去年一致的超過 5%，搭配近期各產業工會陸續提交對今年加薪要求，多數與去年維持類似甚至較高，早前由日本大型企業所組成的經濟團體聯合會會長十倉雅和及由中小企業所組成的中小企業日本商工會議所小林健談話，均透露有意繼續調薪。上述勞資雙方立場，呼應 1 月份日本央行利率決議中提及的，預計今年春鬥加薪可望延續偏強成長格局，薪資維持上升趨勢，意味著將有助民眾消費，對國內景氣帶來支撐。

另一方面，日本央行去年所公布的第四季短觀報告顯示，製造業企業對於未來一季展望仍然維持於近兩年來高位，非製造業景氣指數已連續一年居於 1990 年代初高水平，均反映企業對景氣抱持樂觀看法，也使得全產業對 2024 財年(2024 年 4 月至 2025 年 3 月)預估固定投資增幅持續高於過往同期長期平均，全體企業預計全財年固定投資年增幅將達 9.7%，高於長期均值的 3.6%，製造業及非製造業分別預測為 15.1%及 6.7%，雙雙高於長期平均的 6.4%及 2.2%，意味著後續固定投資有望延續正增長格局，是提振景氣動能之一。

外貿方面，就現階段來看全球主要國家景氣仍然維持擴張格局，且疫情過後的汰舊換新需求陸續浮現，預計將有助日本出口改善；然而，中長期仍須留意川普關稅政策細節，不排除短暫對日本部份產業外貿帶來負面影響。

綜合上述，薪資成長格局有望延續支撐消費表現，企業投資意願仍居高檔，且出口有望緩步回溫，預計第一季經濟成長仍有望維持擴張局。

圖 4：春鬥加薪幅度

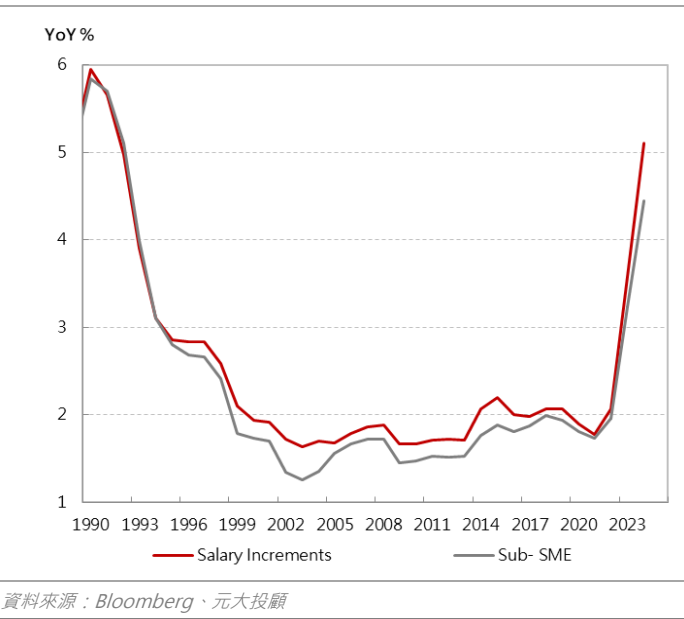
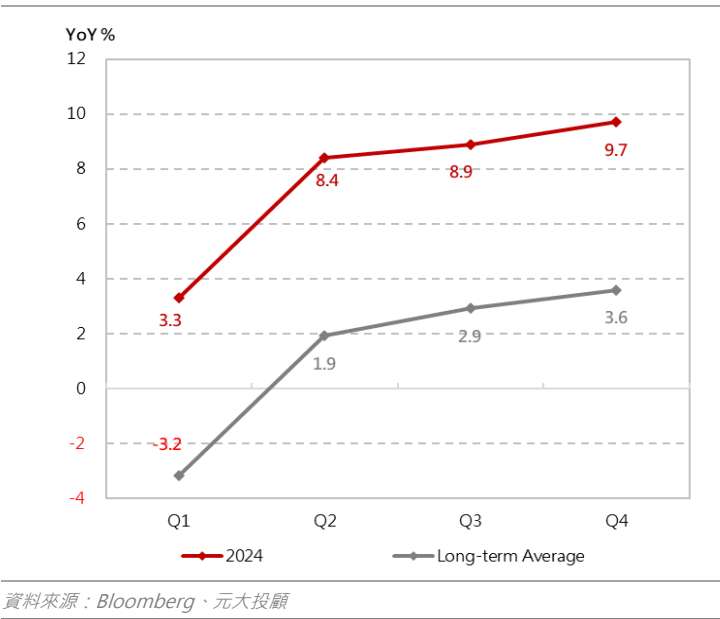


圖 5：短觀全產業固定投資預估



附表：日本數據統計表

季資料	2024	2024	2024	2024	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022
	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar
實際 GDP	0.7	0.4	0.7	-0.5	-0.1	-0.9	0.6	1.3	0.2	-0.3	1.1	-0.6
消費支出	0.1	0.7	0.7	-0.5	-0.1	-0.6	-0.7	1.1	0.1	0.0	2.0	-1.2
短觀-大型製造業信心指數(Index)	14.0	13.0	13.0	11.0	12.0	9.0	5.0	1.0	7.0	8.0	9.0	14.0
短觀-大型製造業景氣預估(Index)	13.0	14.0	14.0	10.0	8.0	10.0	9.0	3.0	6.0	9.0	10.0	9.0
企業資本投資(YoY%)		8.1	7.4	6.8	16.4	3.4	4.5	11.0	7.7	9.8	4.6	3.0
企業稅前淨利(YoY%)		-3.3	13.2	15.1	13.0	20.1	11.6	4.3	-2.8	18.3	17.6	13.7
月資料	2025	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb
出口		2.8	3.8	3.1	-1.7	5.5	10.2	5.4	13.5	8.3	7.3	7.8
貿易收支		132.5	-114.5	-468.2	-299.5	-709.2	-634.3	219.4	-1223.0	-471.3	382.4	-383.0
工業生產(MoM%)		-0.2	-2.2	2.8	1.6	-3.3	3.1	-4.2	3.6	-0.9	4.4	-0.6
核心機械訂單(MoM%)		0.0	3.4	2.1	-0.7	-1.9	-0.1	2.1	-3.2	-2.9	2.9	7.7
製造業 PMI(Index)	48.7	49.6	49.0	49.2	49.7	49.8	49.1	50.0	50.4	49.6	48.2	47.2
經常帳		1077.3	3352.5	2456.9	1603.7	3965.7	3317.3	1736.6	2952.7	2163.0	3496.6	2805.1
日本央行政策利率		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
CPI(扣除新鮮食品)		3.0	2.7	2.3	2.4	2.8	2.7	2.6	2.5	2.2	2.6	2.8
勞工名目薪資		4.8	3.9	2.2	2.5	2.8	3.4	4.5	2.0	1.6	1.0	1.4
失業率(經季調)		2.4	2.5	2.5	2.4	2.5	2.7	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6

近期報告連結

市場風險監測

日期	報告標題
01/06	市場消化年底投組再平衡及年初獲利了結賣壓後，美股指數反彈站上支撐；連續重挫機會不大，但上升動能不強，投資人宜採杠鈴式布局
01/13	年初獲利了結及發債潮對市場的壓力仍在消化，且市場觀望川普新政，美股拉回；籌碼壓力仍低，連續重挫機會不大
01/20	數據顯示通膨壓力並未加重又台積電財報驚豔，美股止跌回升；川普即將就任，美股遠月避險部位大增，留意財政撙節措施
02/03	市場正消化 DeepSeek 問世影響，又川普正式對加、墨、中增稅，盤面由宏觀因素主導，市場不確定性上升；幸好籌碼壓力不算沉重、投資人不再重倉美股，預料美股快速重挫的機會不大
02/10	川普新政風風火火，訊息量過大令市場應接不暇；盤面由宏觀因素主導，在政策不確定性下攻勢不易凝聚，美股將持續震盪整理

總體經濟週報

日期	報告標題
01/06	金價驅動因素質變凸顯脫鉤令全球經濟走向多極分化
01/13	美國優先主義下，貿易戰將打向誰？
01/20	川普 2.0 政策起手式：美國優先的重塑與市場穩定的挑戰
02/03	川普 2.0 新政至今無意料之外，讓子彈飛一會
02/10	川普產業關稅與對等關稅的虛與實
02/17	關於川普 2.0 對等關稅的幾點猜想

美股週報

日期	報告標題
01/06	市場觀望川普 2.0，就業數據/貨幣政策主導走勢
01/13	重量級經濟數據和財報公布在即，預期指數區間盤整
01/20	川普 2.0 正式上路，政策因子為主線，財報/貨幣政策為輔
02/03	關稅戰與 DeepSeek 干擾，指數波動恐加劇
02/10	川普新政一波未平一波又起，投資人分散風險以不變應萬變
02/17	對等關稅雜音、指數震盪盤整，攻勢恐較為破碎

日股週報

日期	報告標題
01/13	對日銀政策不確定性及美川普總統即將上任，短線或壓抑日股表現

01/20	基本面穩健對日股帶來支撐；惟貨幣政策不確定或限縮股市
02/03	川普關稅政策擔憂、投資人觀望財報，股市面臨負面壓力
02/10	川普將宣布對等關稅措施，料使日股續面臨壓力
02/17	正負面因素交錯，日經指數料呈區間震盪格局

原物料市場週報

日期	報告標題
01/07	庫存回落、消息面刺激，油價上漲；美債殖利率反彈，金價先升後降；流動性恢復、市場期待較緩和的貿易戰，銅價上漲
01/14	庫存持續下降、美宣布對俄羅斯制裁，油價連日上漲；人行黃金儲備續增、通膨預期揚升，帶動金價攀升；川普關稅擔憂及中國消費部分緩和，助漲銅價
01/21	庫存仍降但以哈達成初步停火，油價先升後降；通膨降溫及 Waller 言論帶動鴿派政策預期，金價攀升；美元走弱及中國銅礦需求轉強預期，激勵銅價上漲
02/04	川普要求 OPEC+ 降低油價，但關稅出台，油價先降後升；川普關稅政策帶動避險需求，金價創歷史新高；關稅推升銅價，惟美元走強及中國景氣不佳壓抑漲幅
02/11	美國堅定增產計畫，油價全週再度下跌；關稅政策擔憂、人行購金，帶動金價頻創新高；中國製造活動回升預期、關稅擔憂，銅價全週攀升

雙率週報

日期	報告標題
01/03	ECB 有意進一步降息，歐元續跌
01/10	美服務業景氣強勁，美元雙率雙升
01/17	美核心通膨放緩，殖利率漲多拉回
02/03	川普關稅在即，美元強彈
02/07	關稅高舉輕放，美元回落
02/14	財政部減發國庫券，美元漲勢受阻

總經策略報告

日期	報告標題
01/02	全球經濟持續復甦，惟近期波動較大
01/09	美國經濟保持穩健，勞動市場降溫
01/16	美國通膨降溫，降息趨勢可望延續
02/06	景氣基本面不變，川普 2.0 與 DeepSeek 擾動
02/13	美國通膨升溫、勞動市場穩健，降息延後

觀點

日期	報告標題
01/02	2025 經濟及投資展望 - 經濟強韌的背後是財政及貨幣寬鬆，但市場已經極端超前部署
01/09	美國優先主義來臨，貿易戰打向誰？
01/16	美股財報 Preview - 標普 500 指數 4Q24 獲利佔年增 7.1%，穩定增長
02/13	日圓升值下的投資產業 - 陸運、營建、電力股或為資產配置首選

戰情分析

日期	報告標題
01/08	內外利多因素加持，美元延續相對強勢格局
01/09	股市中的熊勢力正在消失： 小心川普 2.0 的波動加大
01/10	川普在使用《國際緊急經濟權力法》推進關稅仍將面臨許多限制
01/13	對製造品汰舊換新需求，有助引導日本企業獲利成長
01/14	就業數據反映拜登經濟學的延伸，聯準會暫時觀望、不致轉向
01/14	加州大火對美國保險業影響： 星星之火可以燎原，但經濟影響可控
01/15	供應鏈重組，台美貿易關係更趨緊密
01/17	主要國家景氣普遍具韌性，全球經濟可望平穩成長
01/21	川普就職演說： 啟動美國黃金年代，內政優先、關稅從長計議
01/22	解讀準財長聽證會政策傾向： 挺關稅政策、削減赤字、助美元強勢地位
02/04	聯準會按兵不動，評估川普新政潛在影響
02/05	積極滿足川普訴求，加、墨關稅暫緩；對中國的訴求則相對難解
02/06	現階段美國對中國課徵對全球經濟不一定是壞事
02/07	貝森特維持發債規劃鋪路政府財政瘦身
02/10	日本承諾擴大對美投資及增加進口，回應川普政策方向
02/11	拜登政策餘威猶存，美國就業市場續強
02/12	川普偏好低利率的使命必達，壓低殖利率已成財長的政策目標
02/13	尚未習慣川普 2.0，市場邏輯出現扭曲
02/17	CPI 與 PPI 現死亡交叉，美股企業利潤率趨勢向上將面臨挑戰

國際金融市場焦點

01/03	01/06	01/07	01/08	01/09	01/13	01/14	01/15	01/16	01/17
01/20	01/22	02/04	02/05	02/06	02/07	02/10	02/11	02/12	02/13
02/14	02/17								

日期	報告標題
01/13	美國 12 月 BLS 就業報告： 勞動市場因暫時性需求轉強，確立暫緩降息立場
01/16	美國 12 月 CPI、PPI： 核心價格雙雙放緩，通膨仍處緩慢降溫格局
01/20	美國 12 月零售銷售、工業生產： 消費成長動能穩健，製造業生產加速回溫
02/04	美國 1 月 ISM 製造業 PMI： 製造業 PMI 反彈，仍需持續關注關稅政策後續影響
02/05	美國第四季資深授信人員意見調查： 銀根緊縮程度溫和，經濟維持穩健
02/10	美國 1 月就業報告： 勞動市場接近充分就業，3 月 FOMC 將不降息
02/13	美國 1 月 CPI： 物價意外升溫，澆熄聯準會上半年降息可能
02/17	美國 1 月零售銷售、工業生產： 消費動能暫時減弱，製造業逐步回溫

日期	報告標題
01/10	日本 11 月勞工薪資： 維持偏強成長格局，後續焦點轉向春鬥薪資談判
02/03	日本 12 月工業生產： 各產業生產表現分歧，生產活動仍尚不穩定
02/06	日本 12 月勞工薪資： 冬季獎金成長，激勵整體薪資加速攀高

日期	報告標題
01/03	台灣 12 月 PMI、NMI： 製造業微幅擴張，非製造業加速擴張
01/08	台灣 12 月 CPI： 風災導致蔬菜漲幅加大，CPI 上漲率愈發高於 2%
01/10	台灣 12 月出口： 新興應用、旺季、提前出貨，出口持續穩健成長
01/22	台灣 12 月外銷訂單： 新興科技應用商機與農曆年前備貨效應，帶動外銷訂單成長跳升
02/03	台灣 12 月工業生產、零售餐飲： 新興應用及年前備貨帶動工業大幅增產，年節提前與年節商機，助長零售、餐飲業營收溫和提升
02/03	台灣第 4 季 GDP： 資本形成大增，支撐經濟成長優於預期
02/06	台灣 12 月景氣指標： 經濟現況強勁，2025 料溫和成長
02/10	台灣 1 月出口： 電子與新興市場雙引擎推動，製造業前景暢旺
02/10	台灣 1 月 CPI： 錯月效應現，待國際情勢明朗方能確立穩定降溫格局
02/12	台灣 1 月 PMI、NMI： 製造業展望佳、服務業略降溫，景氣仍平穩

附錄：重要揭露事項

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓