

# 又是一轮“虚幻的黎明”？

## ——关于日本疫后物价上行持续性的探究

### 摘要

- **1990年代以来日本物价曾出现过四轮“虚幻的黎明”。**自上世纪90年代日本泡沫崩溃之后，日本便陷入通货紧缩的困境，物价水平持续低迷。但在此期间日本经济和物价都曾多次出现过回升迹象，随后又跌入通缩区间。这些时期包括：1995年11月-1997年10月、2002年2月-2008年7月、2013年3月-2014年5月、2016年9月-2018年10月。
- **新冠疫情后这一轮物价上行与此前有何不同？**2022年以来的这一轮日本物价上行也是由进口物价上涨而推升的，包括原材料成本以及运输费用等，叠加疫后消费反弹，但无论从涨幅还是范围上看，这轮日本物价的变化较之前都有明显改善。我们采用2005年Q2至2023年Q3的季度序列数据进行多元线性回归分析，从过去几轮物价上涨来看，进口物价上涨是推动日本核心CPI上升的最主要因素，其次是消费者的价格预期，而这一轮出现的最明显不同之处在于涨价企业比例的显著增加对物价的推动作用。
- **日本这轮物价上涨是否具有可持续性？**未来日本物价是否能够实现持续的温和和上涨，仍然取决于企业定价模式、薪资增长、产出缺口等因素。**企业定价行为方面：**日本企业成本转嫁行为较之前更加活跃，中小企业在价格转嫁上面临的困难更大。成本能转嫁的原因我们认为：当更加难以通过价格下降来获得市场份额时，企业只能采取调价的方式来获取利润，同时当涨价成为整个社会的风气后，客户也给予了最大程度的理解。**从消费者视角来看，**由于物价快速上行，日本家庭实际消费支出下降，但同时消费者对于未来的物价增长预期正在提升，如果此后不发生系统性金融危机，民众对于“通缩”固化的观念可能得到转变；**薪资增长方面：**支持企业在未来提高工资有四方面因素：一是劳动力短缺情况更为严峻、二是劳动力二元结构的边际变化、三是劳动力流动性有所回升、四是企业对涨薪的态度转变。然而，企业向下游转嫁劳动力成本仍然面临较大困难；**产出缺口方面：**短期来看海外经济逐步趋弱或给日本产出缺口修复带来一些阻碍，但企业对于未来的资本投资增速预期也自2008年以来逐渐上升，此外还预期将逐步加强国内业务投资。
- **结束负利率已提上日程，但工资-通胀正循环仍待验证。**目前市场对于日央行结束负利率的预期在2024年4月左右。基于前文分析，我们认为日本央行将逐步调整超宽松货币政策，短期政策利率升至0%的概率较大，但时点可能略晚于市场预期。物价和工资上涨的持续性有待进一步验证，因为劳动力成本的转嫁依然面临较大困难、企业在提高劳动生产率上的投入偏低等。而且还需要考虑到利率上升对于国内投资、汇率变动等的影响。后续需要持续关注物价、工资以及预期等方面的变动情况，重点关注的事件包括：2024年1月日本央行分行行长会议、3月春斗集中回答等。此外，2023年11月-2024年2月日本央行将对20世纪90年代中期以来的企业行为进行广泛调查，作为其长期货币政策评估的一部分。
- **风险提示：**日本政治经济局势超预期变化、全球经济发生系统性风险、大宗商品价格大幅下跌等。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏  
执业证号：S1250523030002  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 云涌之时，风起之势——2024年宏观经济与政策展望（2023-11-26）
2. 新视角、多维度说化债——海外化债借鉴及央地问题探究（2023-11-05）
3. 风已起，全球基建轮动（2023-10-25）
4. 从消费信贷看美国家庭资产负债表（2023-09-30）
5. 涵煦徐行，蓄势而动——周期叠加下的转型节点与政策布局（2023-09-01）
6. 国企改革带动川渝上市央企价值发现——国企改革系列专题之二（2023-09-01）

## 目 录

<b>1 1990年代以来日本物价曾出现过四轮“虚幻的黎明”</b> .....	<b>1</b>
<b>2 新冠疫情后这一轮物价上行与此前有何不同？</b> .....	<b>2</b>
2.1 物价上涨高度和广度均超过此前，结构上以能源、食品为主 .....	2
2.2 物价影响因素传统模型可能失效，涨价企业比例显著上涨 .....	4
<b>3 日本这轮物价上涨是否具有可持续性？</b> .....	<b>5</b>
3.1 企业定价行为已经发生变化，成本转嫁较之前顺畅 .....	5
3.2 企业在调整工资方面也出现变化，支持企业提高工资有四方面因素 .....	8
3.3 产出缺口逐步收敛，企业加强国内投资意愿增强 .....	10
<b>4 结束负利率已提上日程，但工资-通胀正循环仍待验证</b> .....	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1: 1990 年代以来日本物价走势 (剔除消费税的影响)	2
图 2: 日本进口物价指数上涨通常对企业营业利润有所抑制	3
图 3: 日本这轮物价上涨品类数量占比高于此前 (若剔除消费税影响)	3
图 4: 这一轮物价上涨主要受能源、食品价格推升	3
图 5: 这轮物价上涨中基本性和选择性开支涨幅均较大	3
图 6: 影响日本物价的传统定价模型	4
图 7: 产出缺口对核心-核心 CPI 的相关性变化	4
图 8: 单位劳动力成本对核心-核心 CPI 的相关性变化	4
图 9: 进口物价指数对核心-核心 CPI 的相关性变化	4
图 10: 我们重新简单拟合的对日本 core-core CPI 走势的影响因素, 涨价企业比例转为正贡献	5
图 11: 日本最终需求-中间需求价格指数变化	6
图 12: 美国最终需求-中间需求价格指数变化	6
图 13: 2015-2019 年 stage1 价格指数与 final demand 价格指数的相关系数为 0.0716	6
图 14: 2020-2023 年 stage1 价格指数与 final demand 价格指数的相关系数为 0.0965	6
图 15: 2023 年 10 月 LOBO 调查显示的总成本传递趋势	7
图 16: 2023 年 9 月、3 月对中小企业转嫁成本的调查结果对比	7
图 17: 目前售价与 2004-2010 年左右相比更容易上涨	7
图 18: 目前售价与 2004-2010 年左右相比更难以下降	7
图 19: 2021 年 9 月后日本家庭实际消费支出低于名义消费支出	8
图 20: 此轮消费者对未来物价增长预期超过 2008 年	8
图 21: 日本女性不同年龄阶段就业率情况	9
图 22: 2025 年后日本“婴儿潮一代”全部达到 75 岁或以上	9
图 23: 正式、非正式员工比例变化	9
图 24: 2022 年之后日本跳槽员工比例较疫情期间回升	9
图 25: 跳槽入职者工资变动情况	10
图 26: 企业在调整工资时对“留住劳动力”的重视程度抬升	10
图 27: 相较原材料成本而言, 中小企业劳动力成本和能源成本的转嫁率较低	10
图 28: 2023 年 10 月 LOBO 调查显示企业转嫁劳动力成本依然困难	10
图 29: 日本产出缺口自疫情之后逐渐收敛	11
图 30: 企业对于未来资本开支增长预期上升	11
图 31: 日本企业对于在国内进行投资的意愿逐上升	11
图 32: 私营企业资本投资的趋势和经济团体联合会的目标	11
图 33: 经济学家对于日央行上调短期政策利率的预期	13
图 34: 2023 年春斗录得 3.58% 的基本工资涨幅	13
图 35: 仅 11.61% 企业预期 2024 年工资涨幅超过 2023 年	13
图 36: 日本 R&D 投资占 GDP 比重上升较缓慢	13

2023年10月日本央行解除了YCC的“硬约束”，12月副行长和行长相继释放可能结束负利率的信号，但前提是稳定实现2%的通胀目标，并实现工资-通胀的良性循环。2023年11月日本核心-核心CPI录得3.8%，仍然处于1980年代以来的最高水平。本文将为您解答：疫情之后的这一轮物价上涨与1990年代以来的四轮有何不同？这轮物价上涨是否具有可持续性？企业定价行为发生了什么变化？日本央行是否会逐步开启货币政策正常化的进程？

## 1 1990年代以来日本物价曾出现过四轮“虚幻的黎明”

自上世纪90年代日本泡沫崩溃之后，日本便陷入通货紧缩的困境，物价水平持续低迷。但在此期间日本经济和物价都曾多次出现过回升的迹象，随后又跌入通缩区间，借用日本前央行行长白川方明的表述，将这些时期称作“虚幻的黎明”：

**1995年11月-1997年10月：**日本CPI在1997年10月达到2.5%的高位，一方面因为日本政府通过公共工程投资的方式带动需求扩张，另一方面是国际大宗商品价格上涨和日元贬值；而且1997年4月日本国内消费税税率从3%提高至5%，一定程度上抬高物价。然而，1997年亚洲金融危机爆发，全球大宗商品价格急剧走低；加之在金融机构和企业去杠杆背景下，国内财政改革不合时宜，对经济造成负面冲击，日本经济的良性循环被打破。1998年日本物价开始下行，CPI同比从1997年的1.8%跌至1998年的0.6%，此后1999-2003年均处于0以下。

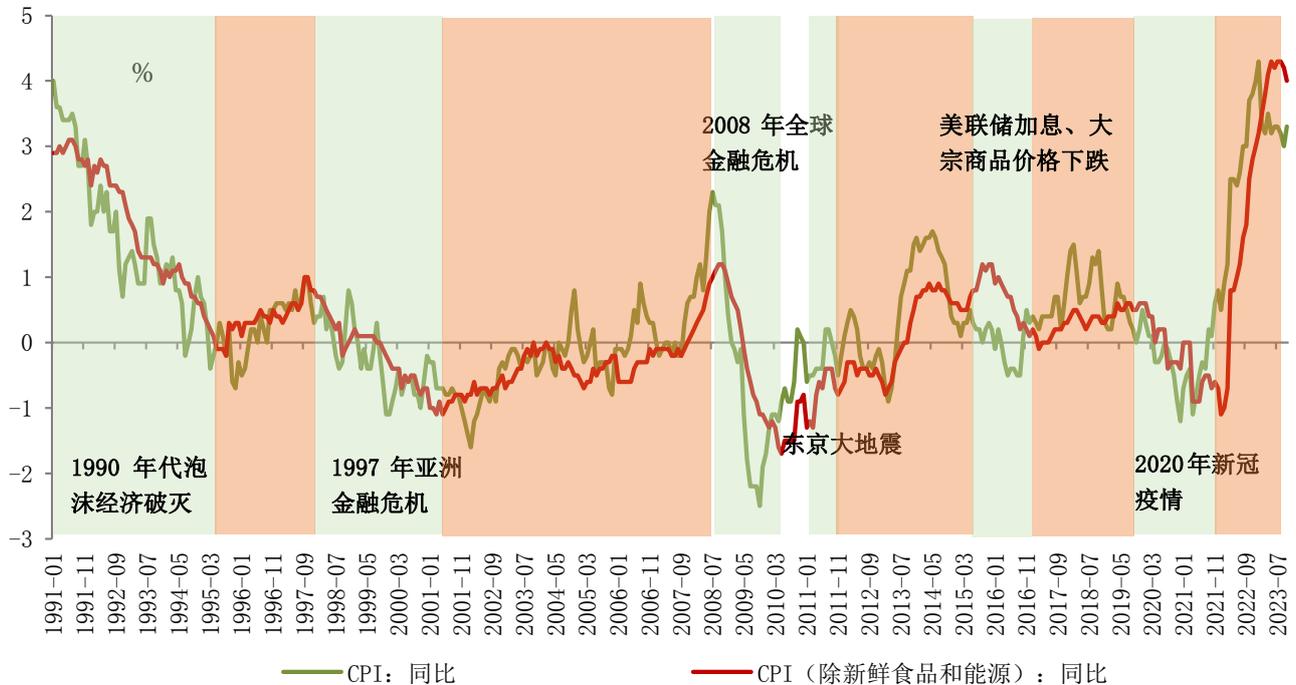
**2002年2月-2008年7月：**2002至2008年日本经济复苏持续了6年，这一轮日本经济的复苏一方面得益于海外经济的复苏，另一方面企业在2005年左右基本消除了之前由泡沫破灭引发的三重过剩问题，国内私人投资和消费也有所回暖。2002-2007年物价整体呈温和回升态势，除了因为国内经济温和复苏、产需缺口缩小之外，国际大宗商品上涨对成本端也有推波助澜作用，但家庭收入增长不足使得成本端价格上行对终端物价的传导有限，而且单位劳动力成本仍在持续下降。在国际油价推动下2008年物价快速上升，CPI同比从2002年2月的-1.6%回升至2008年7月的2.3%。但随着次贷危机爆发，2008年8月左右国际油价快速下跌，2009年2月日本CPI同比跌至-0.1%，再度回到通缩区间，持续20个月同比为负。

**2013年3月-2014年5月：**在经历了全球金融危机和2011年大地震后，2012年开始日本经济呈持续温和复苏之势，物价也从2013年开始回升，CPI同比从2013年3月的-0.9%上行至2014年5月的3.7%。造成这一轮物价上行有多方面因素：一是日元贬值带来输入型通胀压力，二是消费税税率被上调，三是家电等新产品销量增加，四是日本央行采取超宽松货币政策，五是企业表示将成本转嫁给销售价格的比例较之前有所增加，六是单位劳动力成本开始做出积极贡献。然而，2014年下半年至2015年国际大宗商品价格下跌，日本资本市场也出现大幅波动，导致企业和家庭情绪转弱，叠加日元升值，物价涨幅放缓，日本CPI同比在2016年1月转为负增长，然后在4月-9月连续保持在0以下，但和之前两轮相比进入到通缩区间的时间明显缩短。

**2016年9月-2018年10月：**国际大宗商品价格缓慢走高带动CPI同比温和回升，在剔除生鲜和能源波动影响后，核心CPI由于人员成本上升、内需扩大也呈温和上升之势，但总体来看物价上涨幅度并不及前面三轮。由于消费税提升的负面影响，以及海外需求放缓，2019年日本经济增长趋缓，海外大宗商品价格回落，使得CPI同比逐步走低，但核心-核心CPI

仍保持了温和上涨态势。2020年在新冠疫情冲击之下，日本CPI同比在10月份跌回0以下，随后连续11个月保持在负值区间。

图 1：1990 年代以来日本物价走势（剔除消费税的影响）



数据来源：日本内阁府，西南证券整理

## 2 新冠疫情后这一轮物价上行与此前有何不同？

可见前几轮的物价上涨大部分是由国际大宗商品价格上涨以及日元贬值所带来的进口成本上升来推动的，并且在 2005 年基本消除了由泡沫破灭所带来的过剩问题之后，日本经济在除了全球性经济危机之外大部分时期均呈现出温和复苏的态势。但是在过去的情况下，由于进口原材料成本上升导致企业盈利和收入下降，经济改善的趋势被中断，涨价的趋势也没有扩大。2022 年以来的这一轮日本物价也是由进口物价上涨而推升的，包括原材料成本以及运输费用等，叠加疫后消费反弹，但无论从涨幅还是范围上看，这轮日本物价的变化较之前都有明显改善，与此同时企业利润并未受到成本上涨的太大影响，除金融保险业外的所有行业的普通利润比去年同期增长 20.1%，连续第三个季度实现正增长。

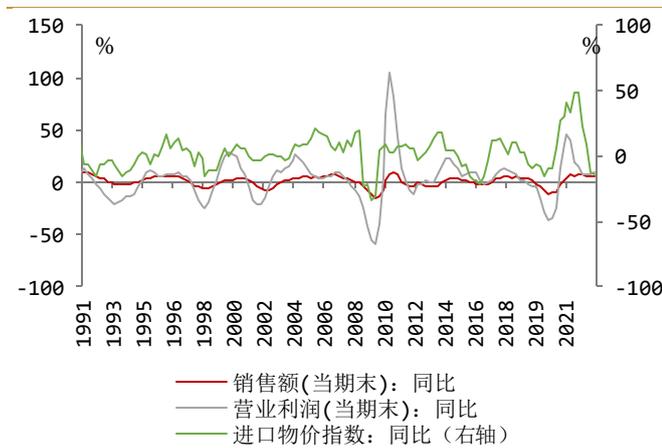
### 2.1 物价上涨高度和广度均超过此前，结构上以能源、食品为主

首先，从涨幅上看，2021 年 4 月日本 CPI 同比触底为 -1.1%，随即持续反弹至 2023 年 1 月的 4.3%，剔除新鲜食品和能源的 core-core CPI 也从 2022 年底部 -1.1% 上行至 2023 年 5 月的 4.3%，虽然近月来 CPI 同比涨幅有所回落，但仍在 2023 年 10 月录得 3.3%，core-core CPI 继续保持在高位，10 月录得 4%。在剔除消费税影响后，这一轮物价上涨幅度超过 1990 年以来每次物价上涨时的水平，而且上涨的速度也是最快的。

其次，从范围上看，将居民消费价格指数调查的 744 个品类分为同比增加/减少的品类，2023 年 3 月同比增加的品类有 607 个，同比减少的品类有 128 个，同比增加品类数量占比超过 80%。如果剔除消费税的影响来看，这一轮日本同比上涨的品类数量占比为 1990 年代初以来最高水平，呈现出广泛品种上涨的特点。

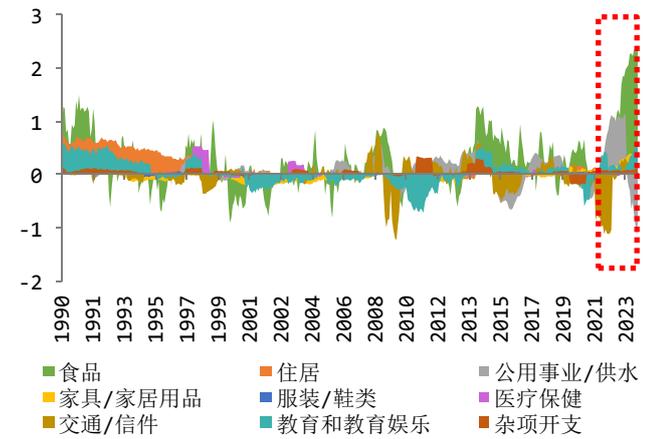
然后，从结构上看，这一轮物价抬升以能源和食品为主，但其他类别价格上涨也具有持续性。2023 年在高基数和国际油价回落背景下，与能源价格高度相关的公用事业的价格贡献度转负，随着国际粮价回落，食品价格的贡献度也有所放缓，但其他类别价格（如教育和教育娱乐、交通/信件、服装/鞋类、医疗保健等）仍基本延续了此前的涨势。分“基本支出”和“选择性支出”项目来看，2023 年 3 月基本支出项目和选择性支出项目价格同比分别上涨 3.9%和 3.7%，基本支出项目价格较之前 6.3%的涨幅有所回落，但选择性支出项目价格仍保持上涨态势，而且二者涨幅均超过 1990 年以来水平。

图 2：日本进口物价指数上涨通常对企业营业利润有所抑制



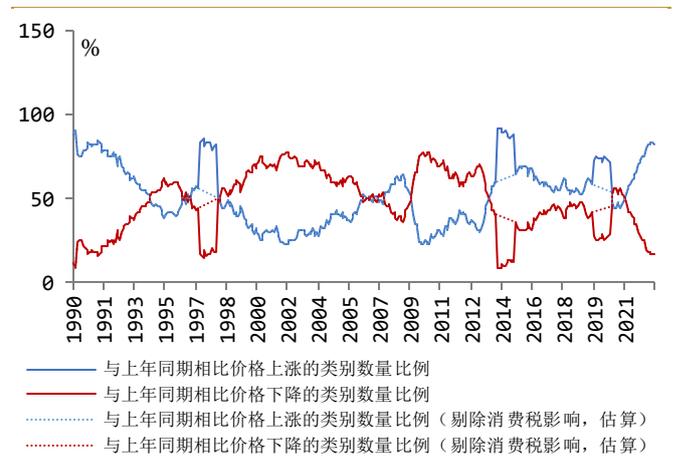
数据来源：日本财务省、wind，西南证券整理

图 4：这一轮物价上涨主要受能源、食品价格推升



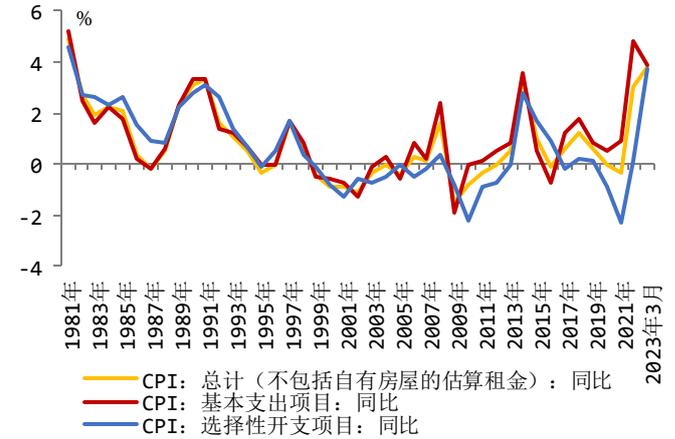
数据来源：日本总务省，西南证券整理

图 3：日本这轮物价上涨品类数量占比高于此前（若剔除消费税影响）



数据来源：日本总务省，西南证券整理

图 5：这轮物价上涨中基本性和选择性开支涨幅均较大

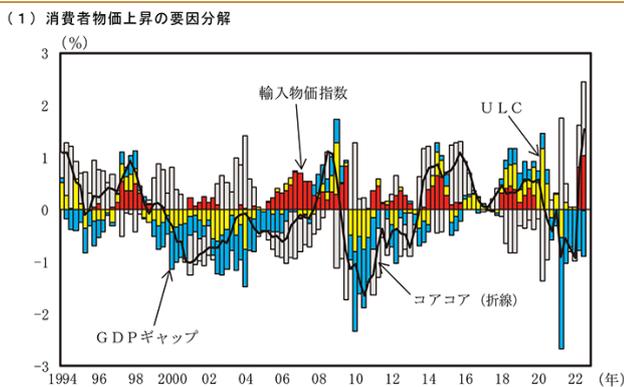


数据来源：总务省统计局，西南证券整理

## 2.2 物价影响因素传统模型可能失效，涨价企业比例显著上涨

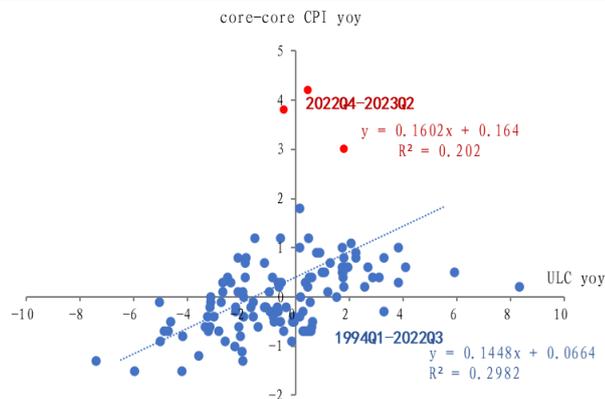
历史上，影响日本物价变动最核心的因素包括三个方面：产出缺口、进口物价和劳动力成本。根据日本内阁府在 2023 年 2 月发布的《日本经济 2022-2023：物价上涨下的全面增长》，将影响 core-core CPI（剔除新鲜食品和能源）的因素分为 GDP 缺口、单位劳动力成本（ULC）和进口物价三个方面，其中进口成本是这一轮物价上涨的最主要推动因素，工资方面对物价上行的驱动不大；GDP 缺口则是负贡献，这意味着日本经济仍处于供过于求的状态。但该模型采用的数据仅截止到 2022 年 Q3，如果将 2022 年 Q4 至 2023 年 Q2/Q3 的数据考虑进来，GDP 缺口与 ULC 对于 core-core CPI 的解释力度明显下降，意味着除此之外还有其他因素在推升着这一轮日本物价的上涨。

图 6：影响日本物价的传统定价模型



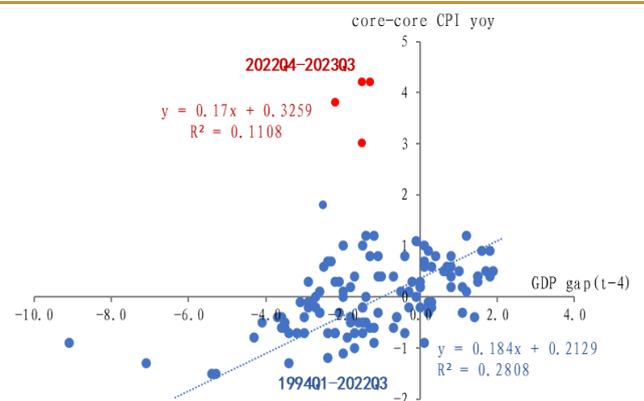
数据来源：日本内阁府，西南证券整理

图 8：单位劳动力成本对核心-核心 CPI 的相关性变化



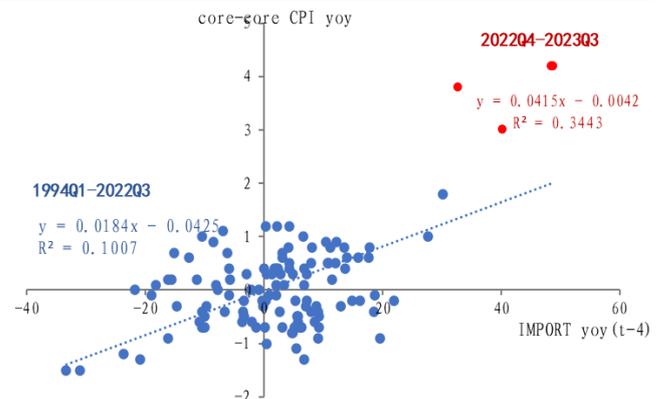
数据来源：日本内阁府，西南证券整理

图 7：产出缺口对核心-核心 CPI 的相关性变化



数据来源：总务省统计局，西南证券整理

图 9：进口物价指数对核心-核心 CPI 的相关性变化

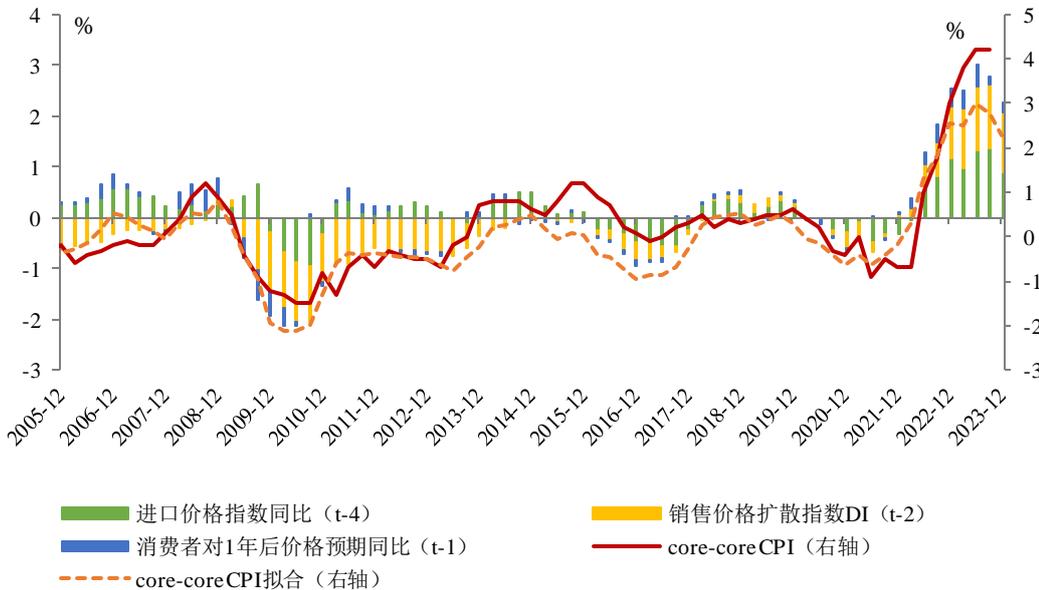


数据来源：总务省统计局，西南证券整理

我们采用 2005 年 Q2 至 2023 年 Q3 的季度序列数据进行了简单的多元线性回归分析，结果显示日银短观的销售价格判断 DI（代表涨价企业比例，滞后 2 季度）、进口物价指数同比（滞后 4 季度）和消费者对一年后的价格平均预期（滞后 1 季度）对 core-core CPI 变动具有较好的解释性，经调整后的  $R^2=69.8\%$ 。从过去几轮物价上涨来看，进口物价上涨是推动日本核心 CPI 上升的最主要因素，其次是消费者的价格预期，而这一轮出现的最明显不同之处在于涨价企业比例的显著增加对物价的推动作用。但随着全球供应链压力减弱、国际大宗商品价格回落，日本进口物价指数下跌，2023 年 Q2 同比下降 13.6%，涨价企业比例以

及消费者物价预期也在近期出现回落迹象，但下降幅度相对进口价格来说更小。若根据该模型的指引，2023年Q4的core-core CPI趋于回落，但未来日本物价是否能够实现持续的温和上涨，仍然取决于企业定价模式、薪资增长、产出缺口等因素。

图 10：我们重新简单拟合的对日本 core-core CPI 走势的影响因素，涨价企业比例转为正贡献



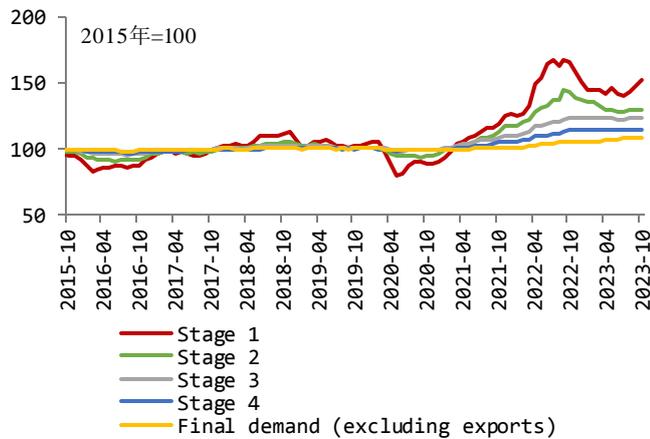
数据来源：日本内阁府、日本银行、wind，西南证券整理

注：采用简单多元线性回归方程分析时间序列，时间范围为 2005 年 Q2-2023 年 Q3 季度数据，公式为： $y_t = \alpha IM_{t-4} + \beta OUTPUT_{t-2} + \gamma EX_{t-1}$ ， $\alpha = 0.029$ ， $\beta = 0.04$ ， $\gamma = 0.085$ ，回归结果 P 值均小于 0.05，Adjusted  $R^2 = 0.7$ 。其中  $y_t$  为当期 core-core CPI， $IM_{t-4}$  为进口物价指数同比（滞后 4 季度）， $OUTPUT_{t-2}$  为日银短观的销售价格判断 DI（代表涨价企业比例）（滞后 2 季度）， $EX_{t-1}$  消费者对一年后的价格平均预期（滞后 1 季度）。

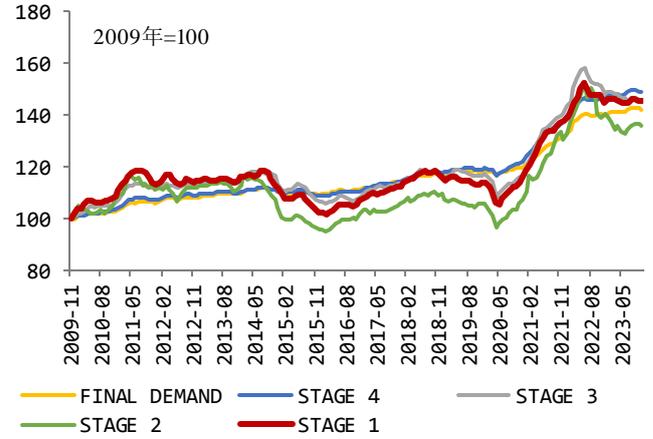
### 3 日本这轮物价上涨是否具有可持续性？

#### 3.1 企业定价行为已经发生变化，成本转嫁较之前顺畅

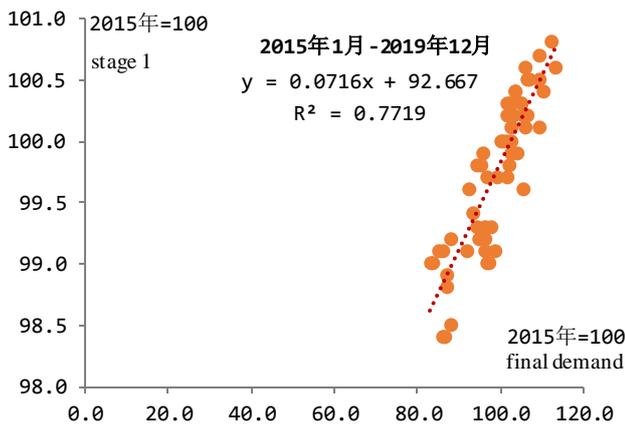
此前，日本长期保持在通缩状态，即便原材料成本涨价也难以传导至下游，主要是因为随着经济全球化的深度发展，市场竞争日趋激烈，而日本企业采取低价竞争的方式来获得市场份额，因此在原材料成本上涨的时候，企业倾向于抑制工资等成本，从而保持住价格竞争优势和市场份额。这也是为何在前几轮大宗商品价格上涨之际，日本物价表现依然低迷的原因。然而，这一轮的价格传导出现了一些改善的迹象。从最终需求和中间需求物价指数（FD-ID 指数）来看，位于上游的“ID 指数（stage 1）”最容易受到进口价格波动的影响，其波动的势能在向终端价格传导的过程中会逐渐减弱，因此最终需求价格指数的变化相对较小。我们将疫情之前（2015-2019 年）和疫情之后（2020-2023 年）的 ID 指数（stage 1）与 FD 指数进行简单的相关性分析，疫情后的回归系数较疫情前有所上升，也就意味着疫情后价格从上游向下游传导的效率得到提升。但是与美国相比，目前日本的价格传导效率仍然较低。

**图 11：日本最终需求-中间需求价格指数变化**


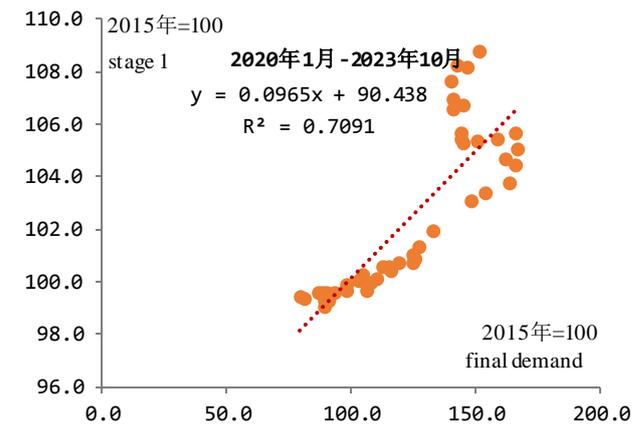
数据来源：日本银行，西南证券整理

**图 12：美国最终需求-中间需求价格指数变化**


数据来源：美国劳工统计局，西南证券整理

**图 13：2015-2019 年 stage1 价格指数与 final demand 价格指数的相关系数为 0.0716**


数据来源：日本银行，西南证券整理

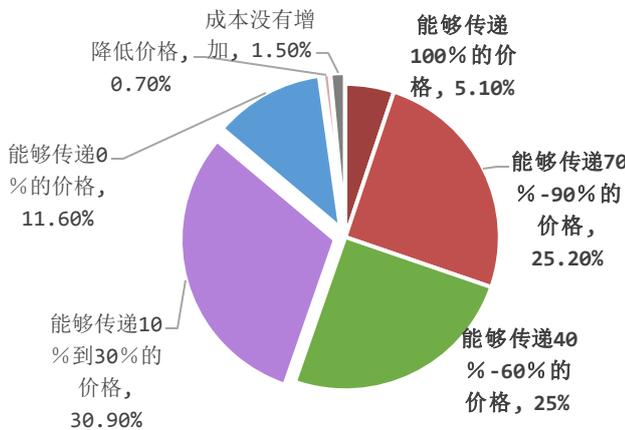
**图 14：2020-2023 年 stage1 价格指数与 final demand 价格指数的相关系数为 0.0965**


数据来源：日本银行，西南证券整理

企业调查数据也显示出，日本企业成本转嫁行为较之前更加活跃。2013 年 11 月日本工商会的 LOBO 调查显示有 60% 的中小企业无法进行价格转嫁，主要因为与竞争对手的激烈价格竞争。而日本工商会在 2023 年 10 月的 LOBO 调查结果显示，成本增加后 55.3% 的企业能够将 40% 以上的成本转嫁给价格，比 2023 年 4 月调查的 55.9% 下降了 0.6 个百分点，意味着本轮成本持续飙升使得大部分企业开始转嫁，但是近期转嫁的进展有所放缓。从行业上看，批发行业能够“传递 40% 以上价格”的企业比例高达 70% 以上，制造业能够传递的比例为 61.5%，建造业的比例为 59%，零售业的比例为 59.1%，但在服务行业只有 30% 能够传递。

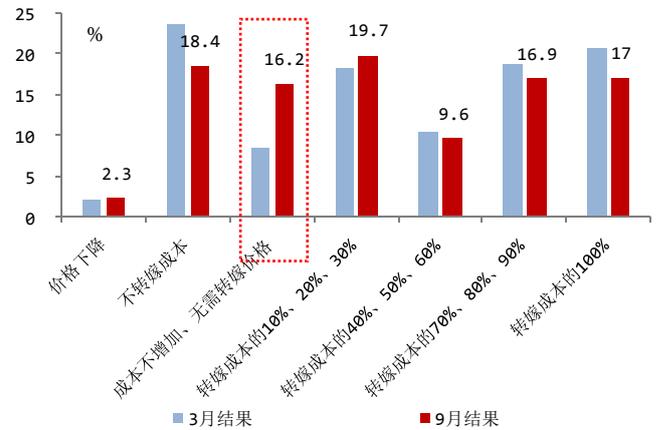
相比大型企业而言，中小企业在价格转嫁上面临的困难更大。自 2021 年 9 月起，每年 9 月和 3 月将被定为“价格谈判促进月”，为中小企业创造环境。根据日本中小企业厅的调查，由于成本端压力的缓解，2023 年 9 月中小企业成本转嫁率较 3 月时小幅下降至 45.7%，越来越多的企业认为没有必要转嫁涨价，因为成本上涨已经停止或已经转嫁到价格上。后续随着原材料、能源等成本的回落，企业的成本转嫁行为可能会随之减少。

图 15：2023 年 10 月 LOBO 调查显示的总成本传递趋势



数据来源：日本工商会，西南证券整理

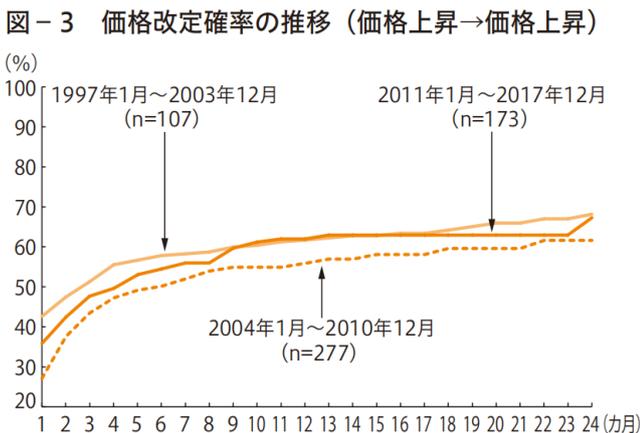
图 16：2023 年 9 月、3 月对中小企业转嫁成本的调查结果对比



数据来源：日本中小企业厅，西南证券整理

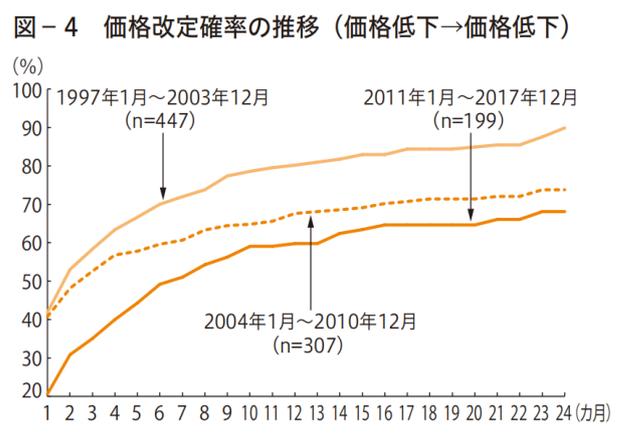
导致此次企业能够将成本上涨进行转嫁的原因是什么？日本政策金融公库综合研究所在 2019 年对中小企业价格设定行为进行了分析，发现 2011 年 1 月-2017 年 12 月期间与 2004-2010 年期间相比，中小企业售价更容易上涨，并且与之前相比企业售价下降的难度更大。之前价格僵化可能是因为全球化带来的企业间竞争加剧和消费者对低价的偏好等，但在一些行业中越来越多的企业表示更容易谈判涨价，因为人手不足和长时间的劳动问题被频繁报道，从而得到需求者的理解。另外，Teikoku Databank 在 2023 年对企业能够转嫁涨价的原因进行了调查。其中，“在价格谈判中显示成本价”（45.1%）是使得企业能够成功转嫁成本的最重要因素，其次是“向业务合作伙伴发出价格变动通知”（28.7%）和“整个行业理解的进步”（25.8%）。这可能意味着当价格更加难以下降来获得市场份额时，企业只能采取调价的方式来获取利润，同时，当涨价成为整个社会的风气后，客户也给予了最大程度的理解，使得成本能够顺利传导。

图 17：目前售价与 2004-2010 年左右相比更容易上涨



数据来源：《中小企業の価格設定行動》JFC 研究所，西南证券整理

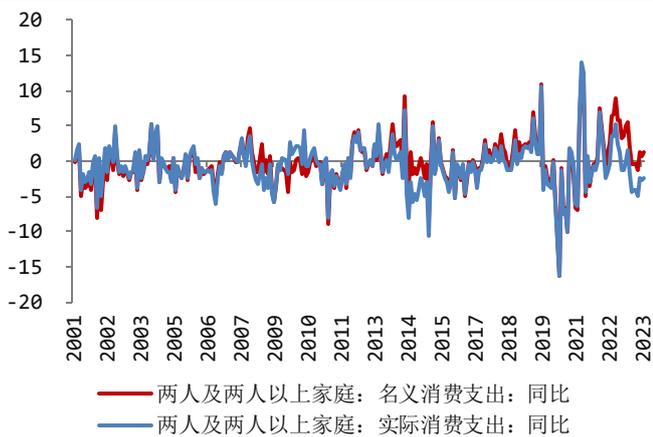
图 18：目前售价与 2004-2010 年左右相比更难以下降



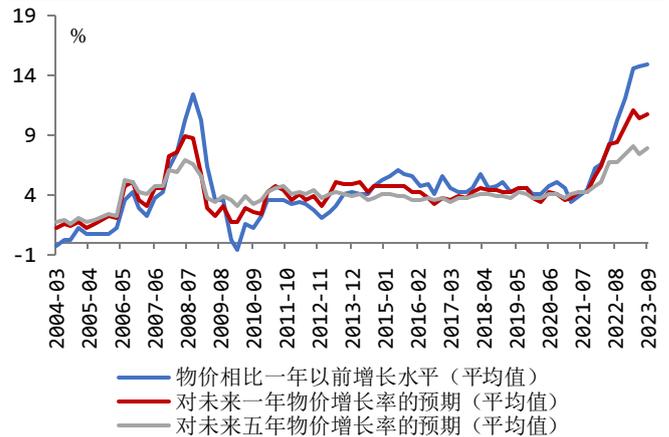
数据来源：《中小企業の価格設定行動》JFC 研究所，西南证券整理

从下游消费者的视角来看，当上游成本转嫁至终端时，必然会引起消费者的不满。2023 年 10 月，两人及两人以上家庭名义消费支出同比增长 1.3%，而实际支出下降 2.5%，自 2021 年 9 月以来实际支出增速持续低于名义支出增速。但与此同时，消费者对于未来的物价增长预期正在提升。据日本银行数据，截至 2023 年 9 月，消费者对于未来一年物价增长率的预

期为 10.7%，对未来五年物价增长率的预期为 8%，均提升至 2004 年有数据以来的最高水平。从图 20 上也可以看出，2007-2008 年消费者对物价的预期也出现过一轮上涨，但由于全球金融危机的爆发，大宗商品价格大幅下跌，CRB 综合现货指数在 5 个月内的跌幅达到 36.4%，并且全球经济增长预期放缓，使得日本消费者预期快速走低。如果此后不发生类似于 2008 年的系统性金融危机，民众对于“通缩”固化的观念可能得到转变。

**图 19：2021 年 9 月后日本家庭实际消费支出低于名义消费支出**


数据来源：日本总务省，西南证券整理

**图 20：此轮消费者对未来物价增长预期超过 2008 年**


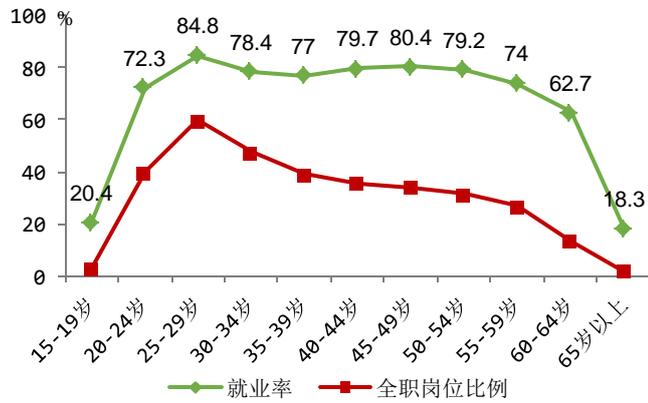
数据来源：《中小企業の価格設定行動》JFC 研究所，西南证券整理

### 3.2 企业在调整工资方面也出现变化，支持企业提高工资有四方面因素

2023 年春斗的平均工资增长率为 3.58%，创下自 1993 年以来时隔 30 年的最高水平，非正式劳动者的工资也以时薪为基础提高了 5.01%。2024 年的春斗结果也十分关键。2023 年 11 月，日本最大的工业工会 UA Zensen 的一名官员表示，将在明年春季的谈判中寻求 6% 的整体工资涨幅，其中 4% 为基本工资涨幅，日本全国劳动组织联合会也计划在 2024 年春季的工资谈判中要求超过 5% 的加薪。假如后续工资能够保持上涨的趋势，一方面可以带动居民消费回升，另一方面服务价格上涨，从而增加物价上行的可持续性。那么支持企业在未来提高工资的因素有哪些？

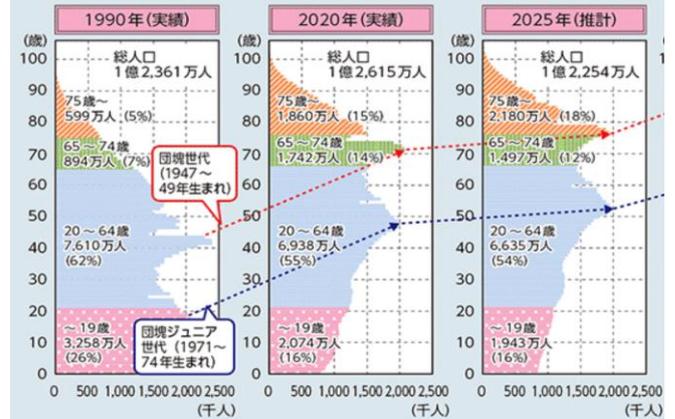
一是，劳动力短缺情况更为严峻。此前虽然日本老龄化问题严重，但劳动力人口却没有减少太多，主要是因为 65 岁以上老年人和女性劳动力参与率上升，但之后劳动力短缺问题会更加严峻。日本短观数据显示，12 月所有企业就业指数 DI（“过度就业”-“就业不足”）为 -35%，较 9 月份的 -33% 继续扩大。2011 年之后，日本人口总数便开始走低，2023 年大约 70% 的“婴儿潮一代”（1947-1949 年出生）预计将步入 75 岁或以上的人生阶段，2025 年后全部进入 75 岁或以上，很难继续成为劳动力。此外，女性劳动力参与率“M 型曲线”趋平，2022 年 25 至 39 岁女性中就业人口所占比率已经提升至 81.5%，额外劳动力供给的空间下降。

图 21：日本女性不同年龄阶段就业率情况



数据来源：日本总务省，西南证券整理

图 22：2025年后日本“婴儿潮一代”全部达到75岁或以上



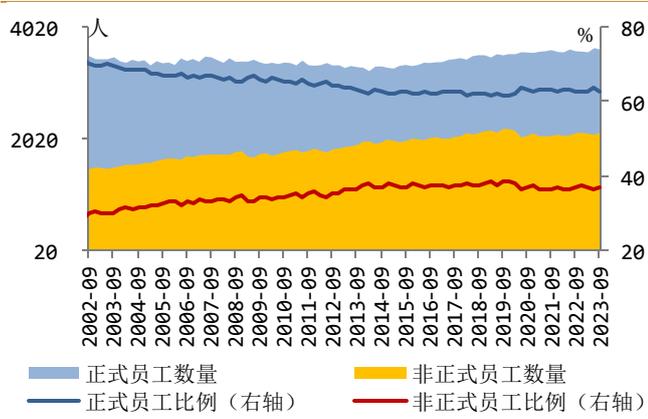
数据来源：厚生劳动省，西南证券整理

二是，劳动力二元结构的边际变化。薪资水平偏低的兼职劳动者比例的上升也是此前日本工资增长长期保持低迷的原因之一，但兼职劳动者比例在疫情前后发生了变化，从 2019 年 Q4 的 38.4% 降至 2020 年 Q2 的 36.5%，2023 年 Q3 该比例仍维持在 37.1%。从数量上看，兼职劳动者转为减少，而全职劳动者稳步增长。这也与老年人和女性劳动参与率达到稳定水平有关。

三是，劳动力流动性有所回升。总务省统计数据显示，2023 年第三季度跳槽率为 4.8%，比去年同期上升 0.2 个百分点。从趋势上看，2019 年跳槽率在 5% 左右，但在新冠疫情危机冲击下一直呈下降趋势，2022 年第一季度达到 3.9%，之后在 2023 年第二季度又回到了 5%，跳槽率逐渐向疫情前水平恢复。从 2022 年工资波动情况来看，34.9% 的跳槽者相比上一份工作的工资出现了“上涨”。

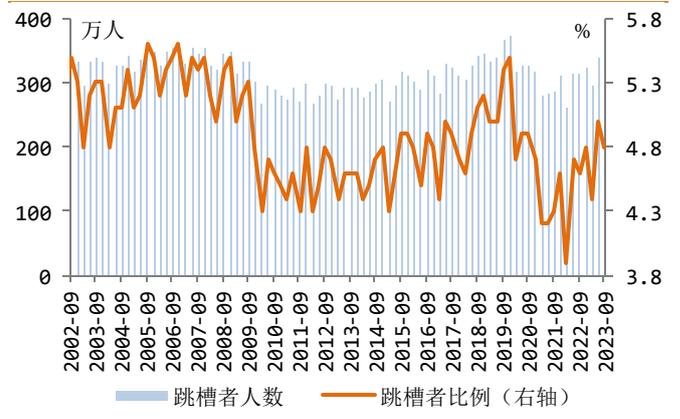
四是，企业对涨薪的态度转变。在 2014 年左右以来企业在工资调整时对于“留住劳动力”和“维持雇佣”的重视程度持续升高，2022 年企业重视这两个因素的比例分别为 39.2% 和 36.5%。此外，1970 年代之后企业在工资调整时重视“物价变动”的比例持续下降，在新冠疫情之前降至接近于 0 的水平，然而在 2022 年这一比例快速升至 7.0%。相比之下，重视“企业业绩”的比例自 2000 年之后逐渐下降，2022 年仅 55.1%。企业人均工资的调整幅度也在 2023 年达到 3.2%，金额达到 9437 日元，为 1993 年以来的最大涨幅。

图 23：正式、非正式员工比例变化



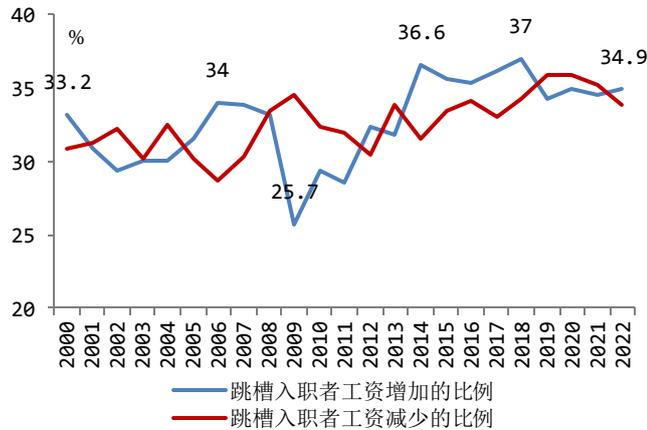
数据来源：日本总务省，西南证券整理

图 24：2022 年之后日本跳槽员工比例较疫情期间回升



数据来源：日本总务省，西南证券整理

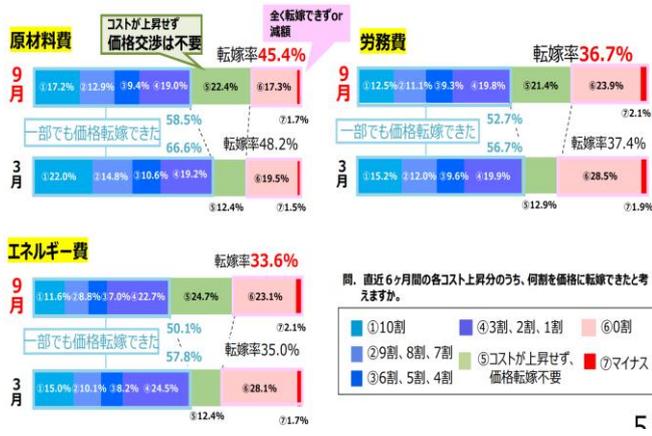
图 25: 跳槽入职者工资变动情况



数据来源: 厚生劳动省, 西南证券整理

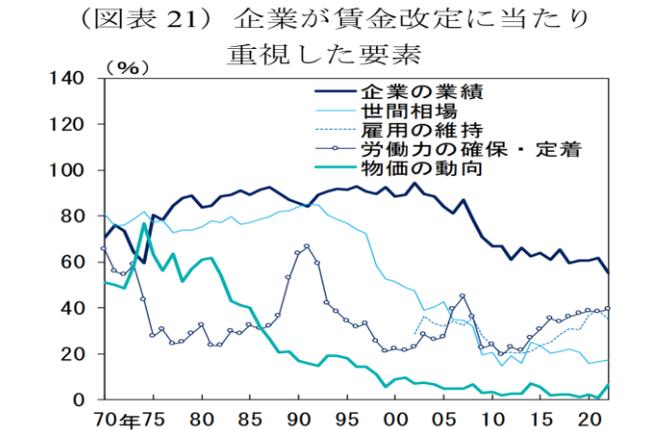
然而, 向下游转嫁劳动力成本仍然面临较大困难。根据日本中小企业厅 2023 年 9 月的调查, 原材料成本的转嫁率为 45.4%, 劳动力成本的转嫁率仅为 36.7%。而且根据全国工商联在 2023 年 8 月提供的材料显示, 超过 50% 的受访者表示劳动力成本“几乎无法转嫁到售价”, 劳动力成本难以转嫁给价格, 是工资持续上涨的障碍。

图 27: 相较原材料成本而言, 中小企业劳动力成本和能源成本的转嫁率较低



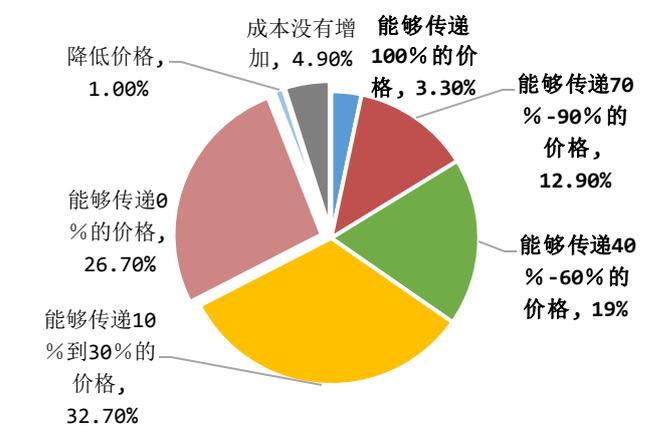
数据来源: 日本中小企业厅, 西南证券整理

图 26: 企业在调整工资时对“留住劳动力”的重视程度抬升



数据来源: 日本银行, 厚生劳动省, 西南证券整理

图 28: 2023 年 10 月 LOBO 调查显示企业转嫁劳动力成本依然困难



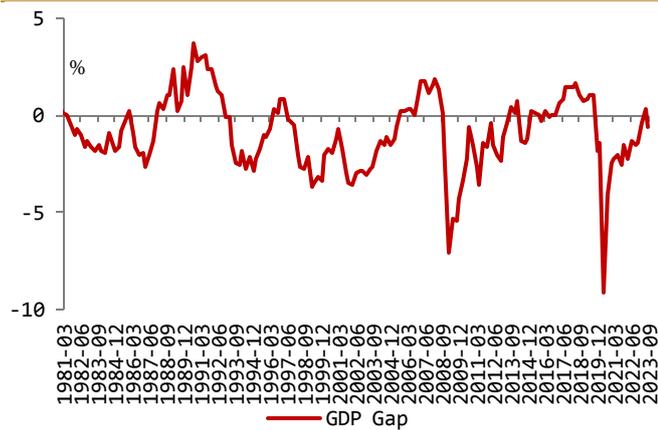
数据来源: 日本工商会, 西南证券整理

### 3.3 产出缺口逐步收敛, 企业加强国内投资意愿增强

产出缺口代表着市场的供需关系, 当实际产出超过潜在产出 (产出缺口为正) 时, 市场需求旺盛, 供应相对不足, 使得价格上涨; 当实际产出低于潜在产出 (产出缺口为负) 时, 市场需求不足, 供应相对充裕, 导致价格下跌。通常来看, 产出缺口对物价变动的影响具有一定领先性, 从日本的经验来看大约领先 3-4 个季度。自 2020 年 4 月至 6 月因新冠疫情导致产出缺口迅速扩大, 但近年来负缺口持续收窄, 反映出经济逐步复苏。2023 年 Q3, 日本内阁府测算的 GDP 缺口为 -0.6%, 在 Q2 小幅转正之后再度回落, 加之未来几个季度海外经济在高利率背景下可能逐步趋弱, 或给日本经济产出缺口修复带来一些阻碍。

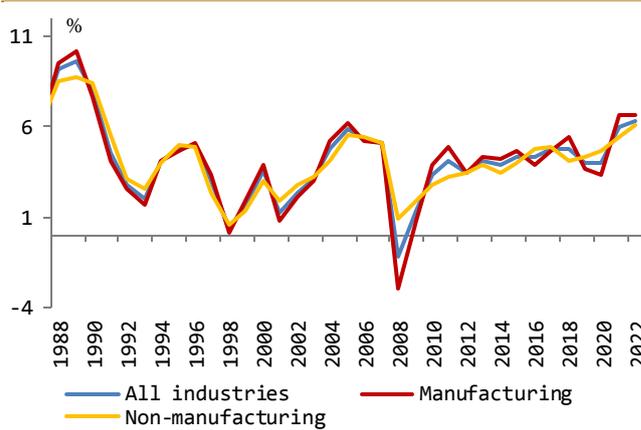
但如果从中长期维度来看，日本经济内生动能是否发生了一些积极的变化？此前，尽管企业利润不断改善，但由于日本国内需求和增长预期低迷，日本企业对于扩大投资的态度是非常保守的。但日本经济自 2013 年以来持续温和复苏，企业固定资产投资增速均维持在正值区间，截至 2023 年 Q3 企业固定资产投资同比增长 6%，而且企业对于未来的资本投资增速的预期也自 08 年金融危机以来逐渐上升，根据日本内阁府发布的 2022 年企业行为调查，2022 年企业对于未来三年资本投资增速预期为 6.4%，其中制造业的预期增速是 6.6%，非制造业是 6.1%，均为 1990 年以来的最高水平。

图 29：日本产出缺口自疫情之后逐渐收敛



数据来源：日本内阁府，西南证券整理

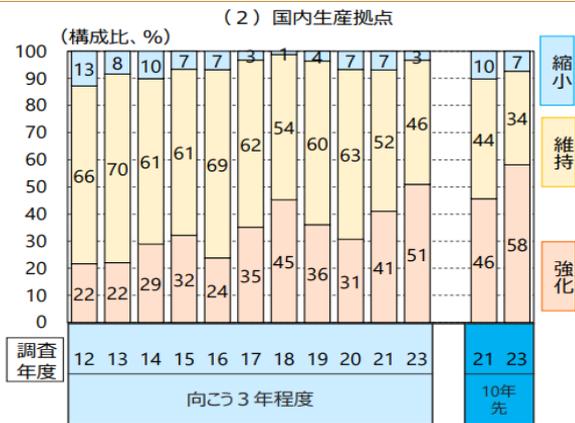
图 30：企业对于未来资本开支增长预期上升



数据来源：日本内阁府，西南证券整理

此外，日本企业预期将逐步加强国内业务投资。上世纪 90 年代经济泡沫破灭后，日本企业加快了海外投资的步伐，但近年来由于地缘政治风险加剧、运输成本上升，日本企业对于扩大国内投资的意愿正在增强，尤其是制造业。根据日本政策投资银行发布的《2023 财年资本投资计划调查》，表示将在未来三年加强国内业务的受访者数量比两年前增加了 10 个百分点，表示将在未来十年加强业务的受访者数量也增加了 12 个百分点。政府对于扩大日本国内投资的态度也是十分支持的，2023 年 12 月 21 日，日本政府召开“第四届扩大国内投资公私合作论坛”，编制并公布了“国内投资促进计划”，会上还宣布了“2027 财年达到 115 万亿日元，甚至更高”的目标，主要在脱碳化、数字化、经济安全、前沿科技、工业基础设施、物流、旅游/文化/内容、医疗保健等领域。

图 31：日本企业对于在国内进行投资的意愿逐上升



数据来源：日本政策投资银行，西南证券整理

图 32：民营企业资本投资的趋势和经济团体联合会的目标



数据来源：经济产业省，西南证券整理

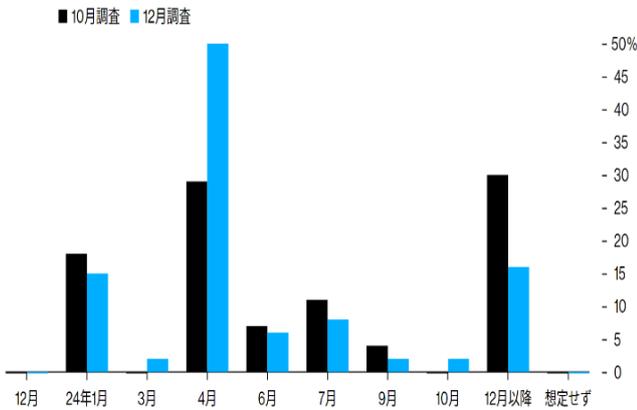
基于以上分析，后续日本通胀水平大概率随着进口物价下降而趋于回落，但企业定价行为、消费者预期变化、国内投资倾向上升等因素可能对日本物价中枢有一定抬升的作用，中长期稳定在 2%这一水平的概率在提升，但仍然面临着一些扰动项，比如世界经济局势、售价能否定价工资、劳动生产率的提升等等。

## 4 结束负利率已提上日程，但工资-通胀正循环仍待验证

2023 年 10 月，日本央行已经取消收益率曲线控制（YCC）的“硬性”上限；近期市场对于日本央行货币政策转向的讨论热度也再度升高。主要的“导火索”是日本央行一、二把手接连“放鹰”：日本央行副行长冰见野良三于 2023 年 12 月 6 日发表演讲，列举了一些摆脱负利率带来的好处；7 日，日本央行行长植田和男在国会发言称有多种选项可以用于调整政策利率。2023 年 12 月 25 日，植田和男再次表示，随着经济好转，企业工资和定价行为也出现了变化的迹象，日本很有可能摆脱过去 25 年来面临的低通胀环境，并且以可持续稳定的方式实现日本央行 2%的物价稳定目标；但是鉴于国内外经济和金融市场的高度不确定性，日本央行尚未决定调整宽松货币政策的具体时间。27 日，植田和男在接受公共广播机构 NHK 采访时表示，日本央行可以在中小企业所有薪资数据公布前就政策做出判断。2023 年 12 月，彭博社对经济学家的调查显示 67%的受访者预计日本央行将在明年 4 月会议之前上调短期政策利率。

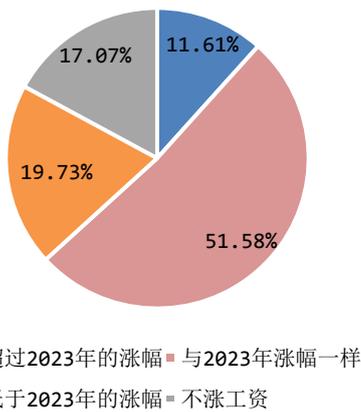
我们认为日本央行将逐步调整超宽松货币政策，短期政策利率升至 0%的概率较大，但时点可能略晚于市场预期，物价和工资上涨的持续性有待进一步验证。2024 年的春季劳资谈判结果是关键，但在结果出来之前日央行可能会根据已获得信息来开展行动。东京工商研究中心在 2023 年 12 月进行的调查显示，82.9%的企业计划在 2024 年提高工资，但只有 11.6%的企业认为工资涨幅有可能超过 2023 年。虽然从前文分析中可以看出日本这轮物价上行较此前有诸多不同，企业定价模式也正在发生改变，但物价和工资保持温和上涨的基础尚不牢固，仍需要数据进行检验。冰见野良三在 12 月 6 日的演讲中指出，企业设定价格和工资分为四个阶段，（1）在售价中反映进口价格上涨（2）在支付工资中反映物价上涨（3）在售价中反映更高劳动力成本（4）更多地提供高附加值产品。目前来看第一、二阶段已经实现，但第三、四阶段的实现仍需要时间的检验。当前企业在进行价格谈判时，原材料成本的转嫁率较高，但是劳动力成本的转嫁依然面临较大困难，可能会对部分企业抬高工资的行为有所阻碍；高附加值产品的提供则需要持续的科技创新来实现，而日本相较其他发达国家在 R&D 上的投入趋于停滞。此外，还需要考虑到利率上升对于国内投资、汇率变动等的影响。后续需要持续关注物价、工资以及预期等方面的变动情况，重点关注的事件包括：2024 年 1 月日本央行分行行长会议、3 月春斗集中回答等。此外，2023 年 11 月-2024 年 2 月日本央行将对 20 世纪 90 年代中期以来的企业行为进行广泛调查，作为其长期货币政策评估的一部分。

图 33：经济学家对于日央行上调短期政策利率的预期



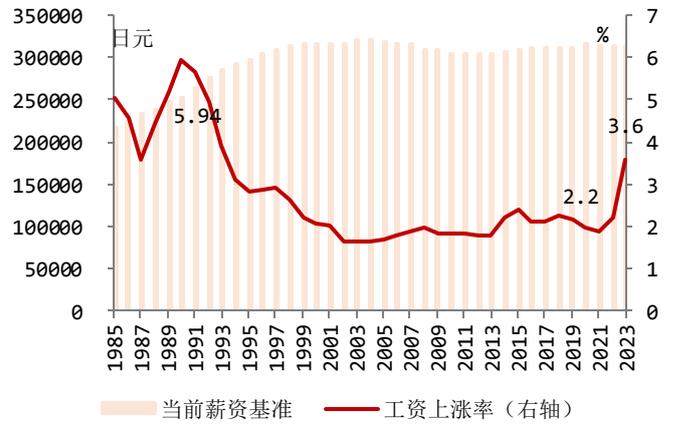
数据来源：彭博社调查，西南证券整理

图 35：仅 11.61% 企业预期 2024 年工资涨幅超过 2023 年



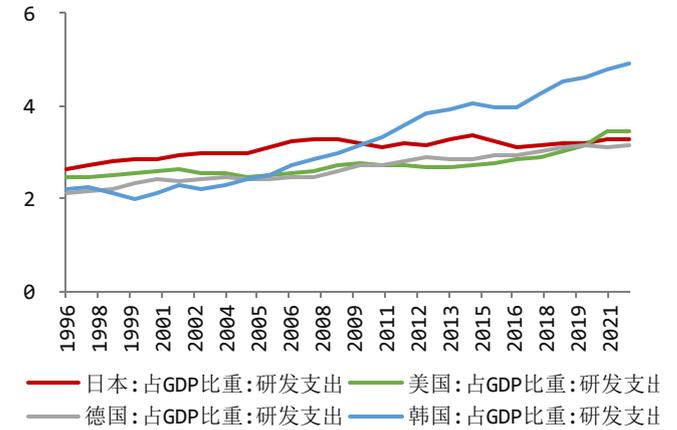
数据来源：东京商工研究中心，西南证券整理

图 34：2023 年春斗录得 3.58% 的基本工资涨幅



数据来源：经济产业省，西南证券整理

图 36：日本 R&D 投资占 GDP 比重上升较缓慢



数据来源：wind，西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
<b>公司评级</b>	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
<b>行业评级</b>	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---