

海外周度观察

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师：赵宇（执业 S1130523020002）
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

“廉价的”日本！

2023年下半年，日本经济陷入“技术性衰退”，名义GDP跌至全球第四。疫后日本经济修复的成色如何，中长期能否摆脱长期停滞的困境？日央行政策正常化的“第三次实验”是否会再次中途“夭折”，其将如何处理“不可能三角”？

热点思考：“廉价的”日本

自2010年被中国超越之后，日本以美元计价的名义GDP一直位于世界第三，直至2023年被德国反超，跌至全球第四。2023年，世界排名前五的经济体的排序为：美国、中国（大陆）、德国、日本和印度，以美元计价的名义GDP分别为25.4、17.9、4.4、4.2和3.7万亿美元。日本相对于美国的GDP规模从90年代中期的72.6%下降至13.5%。

日本经济的“倒退”是实际GDP低增长、通货紧缩和日元贬值三因素叠加的结果。日本的“倒退”在后疫情时代明显加速，这主要归因于更低的通胀和偏弱的日元。所以，“倒退”是名义而非实际的，是暂时的而非恒久的。展望未来，随着全球通胀的收敛和日元汇率的均值回归，以美元计价的日本经济规模或将企稳、回升。

后疫情时代，日元汇率大幅贬值，利差是主要解释。其中，日元兑美元汇率从103跌至150，跌幅近50%。日元名义有效汇率指数从105跌至74（跌幅30%）、实际有效汇率从103跌至65（跌幅37%）。2021年来，日元兑美元汇率的贬值可主要由美日10年期国债利率来解释，而美日利差的扩大则源于各自经济基本面及其派生的货币政策周期的差异。2024年伊始，美日经济周期和通胀趋于收敛，但货币政策方向或趋于分化，进而有可能推动利差和日元汇率转向。经济周期方面，美、日经济周期均处于“复苏早期”阶段。通胀方面，美、日核心CPI同比已经收敛，美国GDP平减指数甚至已经低于日本。虽然美联储何时降息、以及全年降息的幅度仍具有不确定性，但也不宜高估再次加息的可能性。日央行非常规货币政策正常化的“第三次实验”正在进行，YCC名存实无，但负利率维持不变，进度慢于市场预期。我们认为，日央行退出负利率的条件趋于成熟，压力在增强。今年上半年退出负利率的概率仍较高。日本的内外需均在好转，通胀的驱动力正在从输入性通胀转向内生驱动的通胀，工资-物价良性循环形成的可能性趋于上行。

日央行的正常化或成为日元升值的触发因素。对于日央行而言，矛盾之处在于，日元升值必然会削弱2%通胀目标可持续性的基础。平衡利弊和放缓日元升值斜率的一个可选路径或是在美联储降息之前先退出零利率，因此时间窗口主要在上半年（尤其是春斗前后），后续能否进一步回到正利率区间仍需要走一步看一步。

海外事件&数据：市场定价美联储首次降息推至6月，美国2月Markit PMI表现分化

美国2月Markit制造业PMI意外攀升，服务业和综合PMI均不及预期但仍处在扩张区间。美国2月Markit制造业PMI初值51.5，预期50.5，前值50.7；美国2月Markit服务业PMI初值51.3，预期52，前值52.5；美国2月Markit综合PMI初值51.4，预期51.8，前值52。

日本年初出口有较为明显改善，制造业依然低迷，服务业景气度维持高位。日本1月商品出口同比11.9%，预期9.5%，前值9.8%下修至9.7%，主因汽车和芯片相关设备的出货量有所增长。日本1月景气度边际变化不大，服务业景气度较大，制造业依然低迷；2月制造业延续下滑态势，制造业PMI初值47.2，前值48。

截至2月24日，市场定价美联储首次降息推至6月、概率为52%，全年预计4次降息，共计降息约100个BP。2月21日当周，美联储总资产规模小幅下降，美联储BTFP工具使用量微降。负债端，逆回购规模略升，准备金规模下降，TGA存款下降430亿美元。货币市场基金规模下降50亿美元。

风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩

内容目录

一、热点思考：“廉价的”日本	4
(一) “倒退的”日本：名义 GDP 跌至全球第四，平减指数和日元汇率贡献几何？	4
(二) “廉价的”日元：有效汇率创半个世纪以来新低，2024 年能否重回升值通道？	6
(三) “纠结的”日央行：正常化的“第三次实验”，日央行面临“不可能三角”；	10
二、海外基本面&重要事件	12
(一) 货币与财政：市场定价美联储首次降息推至 6 月	12
(二) 生产：美国 2 月 Markit PMI 表现分化	14
(三) 日本：出口改善，制造业依然低迷，服务业景气度维持高位	15
(四) 就业：美国劳动力市场持续强劲	16
(五) 消费：美国至 2 月 17 日当周红皮书零售增速 3.0%	16
(六) 地产与信贷：至 2 月 22 日美国 30 年期抵押贷款利率为 6.9%，成屋销售超预期	17
风险提示	17

图表目录

图表 1：世界前五大经济体名义 GDP 规模（美元）	4
图表 2：中、德、日、印相对于美国的 GDP 规模	4
图表 3：日本和德国名义 GDP 增速（美元）	4
图表 4：日本和德国名义 GDP 增速（本币）	4
图表 5：日本和德国实际 GDP 增速（美元）	5
图表 6：日本和德国实际 GDP 增速（本币）	5
图表 7：世界前五大经济体名义 GDP 增速的拆解（美元计价，2023 年日本退居第四，被德国反超）	5
图表 8：美国名义 GDP 增速的分解	6
图表 9：中国名义 GDP 增速的分解（美元计价）	6
图表 10：德国名义 GDP 增速的分解（美元计价）	6
图表 11：日本名义 GDP 增速的分解（美元计价）	6
图表 12：2022 年以来，日元兑美元汇率大幅贬值	7
图表 13：日元实际有效汇率跌至上世纪 70 年代初	7
图表 14：净出口环比对 GDP 的贡献	7
图表 15：疫情后日本服务贸易逆差扩大	7
图表 16：日元兑美元汇率和 10 年期国债利差强相关	8
图表 17：2021 年来日元汇率与日美利差的关系	8
图表 18：后疫情时代 G20 发达经济体政策利率的变化	8

图表 19: “加息潮”按下“暂停键”	8
图表 20: 日本经济周期同步指标向美国收敛	9
图表 21: 美日经济周期领先指标均处于复苏早期	9
图表 22: 美日核心 CPI 的收敛	9
图表 23: 美日 GDP 平减指数的收敛	9
图表 24: 美国通胀趋势	10
图表 25: 美国劳动生产率增速已经转正	10
图表 26: 日央行正常化的“三次实验”	10
图表 27: 日本实际 GDP 增速	11
图表 28: 日央行经济增长预测	11
图表 29: 日本私人需求对 GDP 的拉动	11
图表 30: 日本消费者信心指数仍在恢复	11
图表 31: 产出缺口的修复将继续支撑工资	12
图表 32: 日央行预测 2024 年核心 CPI 增速 2.2%	12
图表 33: 日央行干预日元汇率的足迹	12
图表 34: 日本内阁支持率大幅下降	12
图表 35: 美国流动性量价跟踪	13
图表 36: 美联储减持美债规模	13
图表 37: 美联储逆回购规模当周略升	13
图表 38: 截至 2 月 24 日, 美联储降息概率	14
图表 39: OIS 隐含 FFR 利率	14
图表 40: 全球制造业 PMI	14
图表 41: 全球服务业 PMI	15
图表 42: 美国 2 月 Markit PMI 表现分化	15
图表 43: 日本制造业依然低迷	16
图表 44: 日本年初出口有较为明显改善	16
图表 45: 美国至 2 月 17 日当周初请失业 20.1 万人	16
图表 46: 美国 2 月 12 日当周新增职位数量下降	16
图表 47: 美国红皮书零售同比 3.0%, 前值 2.5%	17
图表 48: 美国红皮书零售增速低于往年同期	17
图表 49: 美国 30 年期抵押贷款利率略反弹至 6.9%	17
图表 50: 美国二手房挂牌价增速回落至 0.	17

2023年下半年，日本经济陷入“技术性衰退”，名义GDP跌至全球第四，与日经指数屡创新高形成剧烈反差。日本经济修复的“成色”如何，能否摆脱长期停滞的困境？日央行政策正常化的“第三次实验”是否会再次中途“夭折”，其将如何处理“不可能三角”？

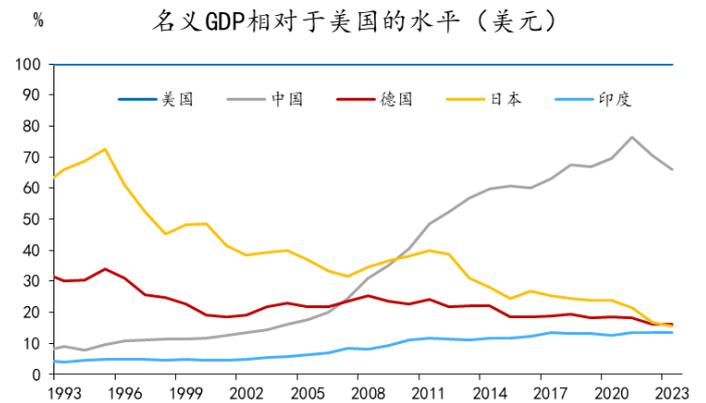
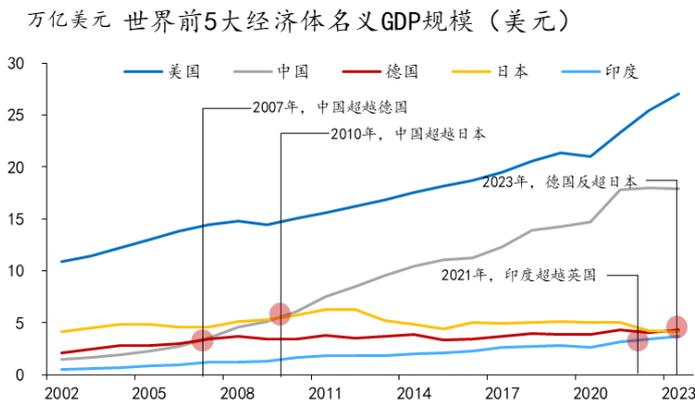
一、热点思考：“廉价的”日本

（一）“倒退的”日本：名义GDP跌至全球第四，平减指数和日元汇率贡献几何？

自2010年被中国超越之后，日本以美元计价的名义GDP规模一直位于世界第三，直至2023年被德国反超，跌至全球第四。2023年，世界排名前五经济体的排序为：美国、中国（大陆）、德国、日本和印度，以美元计价的名义GDP规模分别为25.4、17.9、4.4、4.2、和3.7万亿美元，中国、德国、日本和印度相对于美国的GDP规模为：66.1%、16.1%、15.5%和13.5%。其中，日本自上世纪90年代中期开始持续下行，峰值为72.6，截止到2023年累计下行57个百分点。中国从2021年峰值（76%）快速回落了近10个百分点。德国从本世纪初的18%小幅下降了2个百分点，印度则从世纪初的4.6%上升了9个百分点。

图表1：世界前五大经济体名义GDP规模（美元）

图表2：中、德、日、印相对于美国的GDP规模

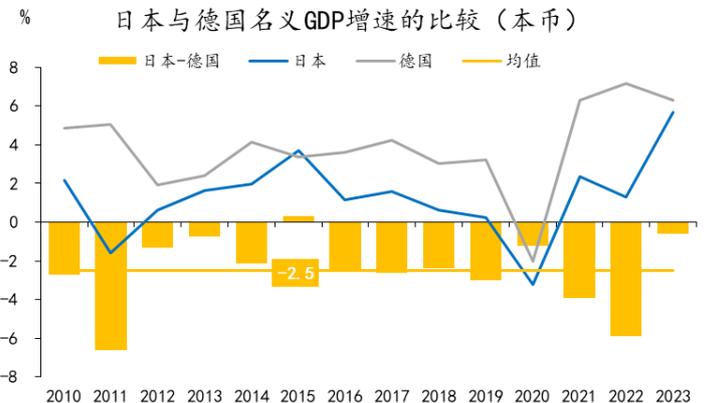


来源：世界银行、CEIC、国金证券研究所

日本经济的“倒退”是实际GDP低增长、通货紧缩和日元贬值三因素叠加的结果。2010年以来，日本名义或实际GDP增速均值低于德国，但同口径下，美元计价和名义增速的表现更为逊色。过去14年中，日本以美元计价的名义GDP增速平均比德国低3.3%，以本币计价低2.5%，相差0.7%；日本以美元计价的实际GDP增速平均低于德国1.1%，本币计价仅低0.5%，相差0.6%。实际上，上世纪90年代中期以来，日本以美元计价的名义GDP就一直处于停滞不前、缓慢收缩的状态，通货紧缩和日元贬值是主要贡献项。

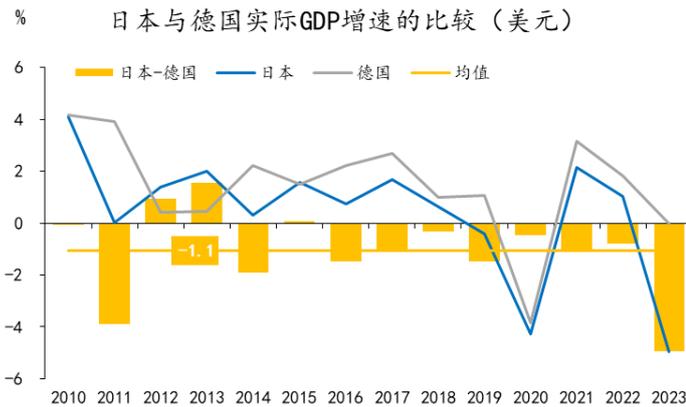
图表3：日本和德国名义GDP增速（美元）

图表4：日本和德国名义GDP增速（本币）



来源：世界银行、CEIC、国金证券研究所

图表5: 日本和德国实际 GDP 增速 (美元)



图表6: 日本和德国实际 GDP 增速 (本币)



来源: 世界银行、CEIC、国金证券研究所

可将非美经济体以美元计价的名义 GDP 增速拆解为 3 个部分: 以本币计价的实际 GDP 增速、GDP 平减指数和兑美元汇率变化。2010-2019 年, 日本以美元计价的名义 GDP 增速年均均为 0, 以本币计价的实际 GDP 增速年均 1.2%, GDP 平减指数增速年均 0, 兑美元汇率年均贬值 1.2%; 德国 4 个变量的数值为 1.6%、2.0%、1.6%和-2%。日本与德国的差值分别为 -1.6%、-0.8%、-1.6%和 0.8%。所以, 2010-2019 年, 日本名义 GDP 的落后主要源于通缩, 实际 GDP 增速和汇率相互抵消。

以美元计价, 日本经济规模的“收缩”在后疫情时代明显加速, 这主要归因于更低的通胀水平和偏弱的日元。2020-2023 年, 日本的 4 个变量的读数分别为: -4.7%、0.3%、1.2%和 -6.2%, 德国的读数为: 3.0%、0.2%、4.2%和-1.4%, 差值分别为: -7.7%、0.1%、-3.0%和 -4.8%。所以, 后疫情时代的 4 年里, 日本以美元计价的名义 GDP 增速平均落后于德国 7.7 个百分点, 平减指数贡献了其中的 3 个百分点, 汇率贡献了 4.8 个百分点。若以本币计价, 日本的实际 GDP 增速反而超过德国 0.1 个百分点。

图表7: 世界前五大经济体名义 GDP 增速的拆解 (美元计价, 2023 年日本退居第四, 被德国反超)

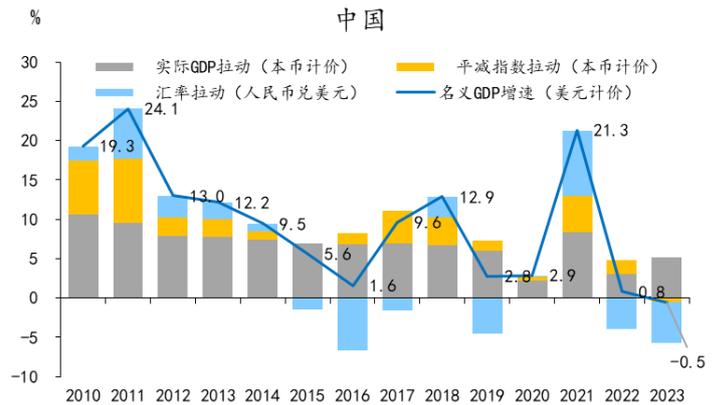
国别	名义GDP增速的拆解	2020-2023平均	2010-2019平均	变化	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
美国	名义GDP水平				27.1	25.4	23.3	21.1	21.4	20.5	19.5	18.7	18.2	17.6	16.8	16.3	15.6	15.0
	实际GDP水平 (2015年修正)				21.5	20.9	20.5	19.4	19.9	19.5	18.9	18.5	18.2	17.7	17.3	17.0	16.6	16.4
	名义GDP增速	6.2	4.0	2.2	6.3	9.1	10.7	-1.5	4.1	5.4	4.2	2.7	3.7	4.2	3.6	4.2	3.7	3.9
	实际GDP	1.9	2.3	-0.3	2.6	1.9	5.9	-2.8	2.3	2.9	2.2	1.7	2.7	2.3	1.8	2.3	1.5	2.7
	GDP平减指数	4.1	1.6	2.5	3.6	7.0	4.6	1.3	1.7	2.3	1.8	1.0	0.9	1.7	1.7	1.9	2.1	1.2
中国	名义GDP水平				17.9	18.0	17.8	14.7	14.3	13.9	12.3	11.2	11.1	10.5	9.6	8.5	7.6	6.1
	实际GDP水平				16.3	16.3	15.9	14.6	14.3	13.5	12.6	11.8	11.1	10.3	9.6	8.9	8.3	7.6
	名义GDP增速 (美元计价)	6.1	11.0	-4.9	-0.5	0.8	21.3	2.9	2.8	12.9	9.6	1.6	5.6	9.5	12.2	13.0	24.1	19.3
	实际GDP增速 (本币计价)	4.7	7.7	-3.0	5.2	3.0	8.4	2.2	6.0	6.7	6.9	6.8	7.0	7.4	7.8	7.9	9.6	10.6
	平减指数增速 (本币计价)	1.6	3.1	-1.5	-0.5	1.8	4.6	0.5	1.3	3.5	4.2	1.4	0.0	1.0	2.2	2.3	8.1	6.9
日本	名义GDP水平				4.2	4.2	5.0	5.0	5.1	5.0	4.9	5.0	4.4	4.9	5.2	6.3	6.2	5.8
	实际GDP水平				4.3	4.5	4.5	4.4	4.6	4.6	4.6	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
	名义GDP增速 (美元计价)	-4.7	0.0	-4.7	-1.1	-15.5	-0.9	-1.4	1.5	2.2	-1.5	12.6	-9.2	-6.0	-16.9	0.6	8.2	8.9
	实际GDP增速 (本币计价)	0.3	1.2	-0.9	1.9	1.0	2.6	-4.1	-0.4	0.6	1.7	0.8	1.6	0.3	2.0	1.4	0.0	4.1
	平减指数增速 (本币计价)	1.2	0.0	1.2	3.7	0.3	-0.2	0.9	0.6	0.0	-0.1	0.4	2.1	1.7	-0.4	-0.8	-1.6	-1.9
德国	名义GDP水平				4.4	4.1	4.3	3.9	3.9	4.0	3.7	3.5	3.4	3.9	3.7	3.5	3.7	3.4
	实际GDP水平				3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1
	名义GDP增速 (美元计价)	3.0	1.6	1.5	6.6	-4.6	10.1	0.0	-2.1	7.7	6.4	3.3	-13.7	4.2	5.9	-5.9	10.3	-0.3
	实际GDP增速 (本币计价)	0.2	2.0	-1.8	-0.3	1.8	3.2	-3.8	1.1	1.0	2.7	2.2	1.5	2.2	0.4	0.4	3.9	4.2
	平减指数增速 (本币计价)	4.2	1.6	2.6	6.6	5.3	3.0	1.9	2.1	2.0	1.5	1.3	1.9	1.9	2.0	1.5	1.1	0.6
印度	名义GDP水平				3.7	3.4	3.2	2.7	2.8	2.7	2.7	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
	实际GDP水平				3.1	3.0	2.8	2.5	2.7	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
	名义GDP增速 (美元计价)	6.9	8.0	-1.1	7.0	8.5	17.9	-5.8	4.9	1.9	15.5	9.1	3.2	9.8	1.6	0.3	8.8	24.9
	实际GDP增速 (本币计价)	4.6	6.4	-1.8	6.9	7.0	8.8	-4.2	3.9	5.8	6.2	8.0	8.0	7.2	6.1	5.4	5.2	8.0
	平减指数增速 (本币计价)	5.7	5.2	0.5	1.4	8.2	8.5	4.7	2.4	3.9	4.0	3.2	3.3	6.2	7.9	8.7	10.5	
汇率增速 (卢布兑美元)	-3.5	-3.6	0.2	-1.3	-6.8	0.6	-6.3	-1.4	-7.8	5.3	-2.1	-7.1	-0.7	-10.6	-13.1	-5.2	6.3	

来源: 世界银行、各国国家统计局、CEIC、国金证券研究所

图表8: 美国名义 GDP 增速的分解

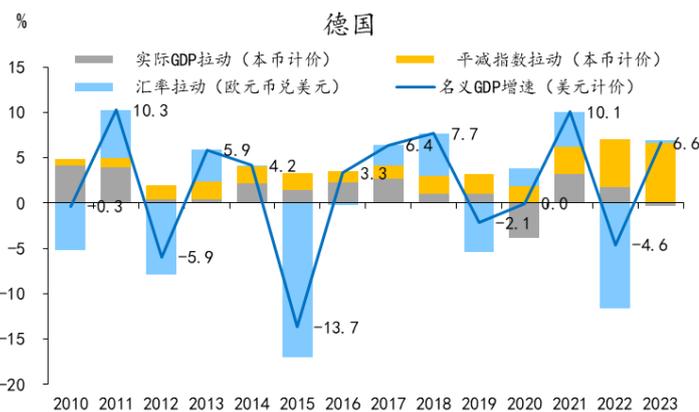


图表9: 中国名义 GDP 增速的分解 (美元计价)

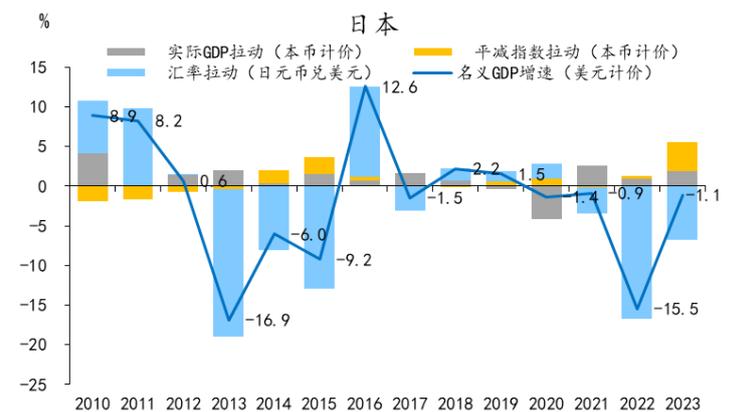


来源: 世界银行、各国国家统计局、CEIC、国金证券研究所

图表10: 德国名义 GDP 增速的分解 (美元计价)



图表11: 日本名义 GDP 增速的分解 (美元计价)



来源: 世界银行、各国国家统计局、CEIC、国金证券研究所

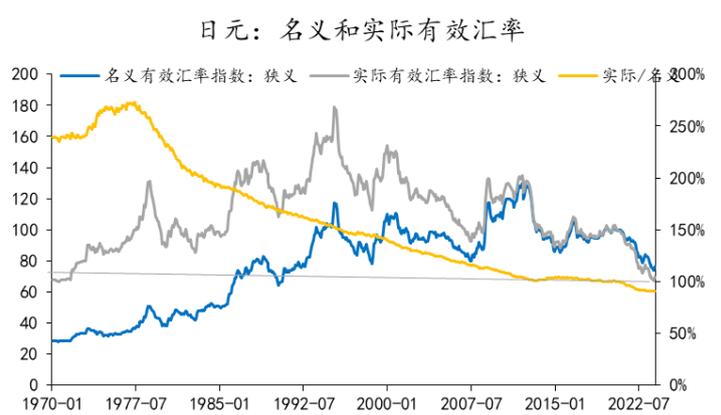
所以，日本经济的“倒退”是名义而非实际的，主要归因于平减指数的差异和日元汇率的贬值，也因此是“暂时的”。展望未来，随着全球通胀的收敛和日元汇率的均值回归，以美元计价的日本经济规模或将企稳回升，回升的程度将主要取决于日元汇率，这又将主要取决于日央行和美联储的货币政策立场和两国经济基本面。

(二) “廉价的”日元：有效汇率创半个世纪以来新低，2024 年能否重回升值通道？

后疫情时代，日元汇率大幅贬值。其中，2021 年 1 月至 2022 年 10 月，日元兑美元汇率 103 跌至 150，跌幅近 50%。2022 年 5 月至 2023 年底，日元名义有效汇率指数从 105 跌至 74 (跌幅 30%)、实际有效汇率从 103 跌至 65 (跌幅 37%)。日元实际有效汇率的贬值本可以提升出口竞争力，改善贸易收支，但在疫情管控、全球供应链断裂的背景下，该优势无法充分发挥。2023 年日本净出口对 GDP 的拉动虽然整体呈现改善态势，但主要归因于进口的大幅收缩——而非出口的增长，这又部分源于日元的大幅贬值。

图表12: 2022年以来, 日元兑美元汇率大幅贬值

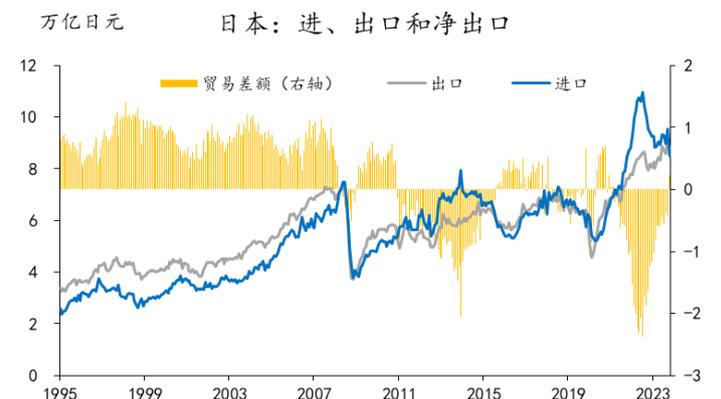
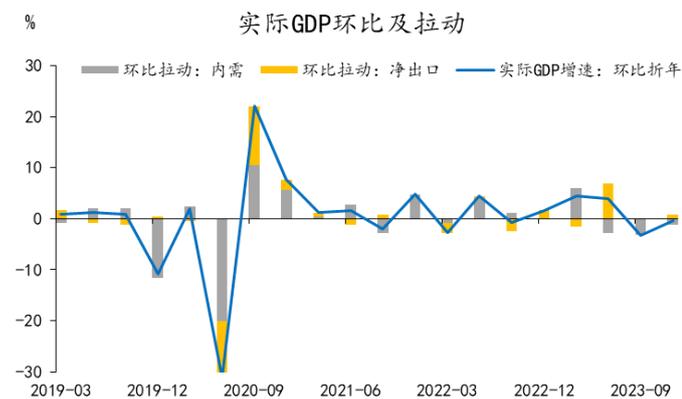
图表13: 日元实际有效汇率跌至上世纪70年代初



来源: BIS、CEIC、国金证券研究所

图表14: 净出口环比对 GDP 的贡献

图表15: 疫情后日本服务贸易逆差扩大



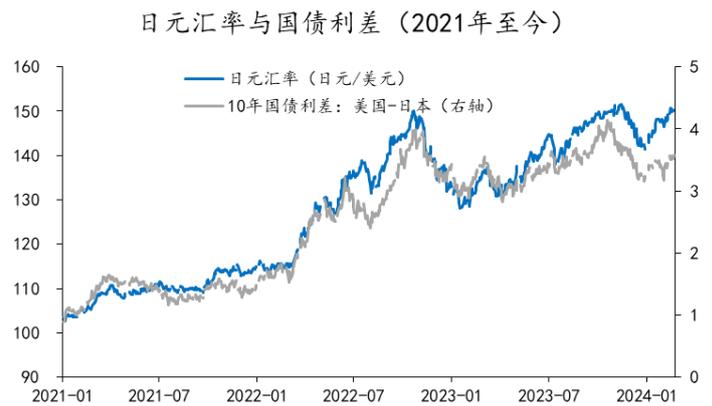
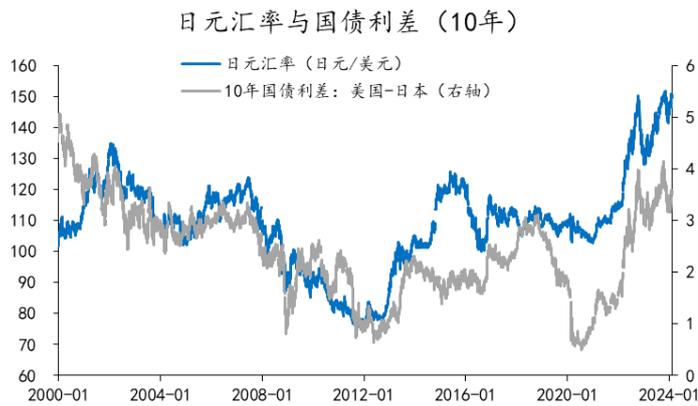
来源: CEIC、国金证券研究所

美日利差是日元对美元汇率走势的主要矛盾。2021 年来, 日元兑美元汇率的贬值可主要由美日 10 年期国债利率来解释, 而美日利差的扩大则源于各自经济基本面及其派生的货币政策周期的差异。一方面, 2022 年初以来¹, 在美国经济内生动能强势复苏和高通胀的背景下, 美联储选择强势加息、并将高利率长期保持高位 (higher for longer); 另一方面, 由于日本通胀明显低于其它发达经济体, 且内需仍是拖累项, 日央行选择推迟政策正常化, 始终保持负利率政策不变, 仅在 2022 年 12 月和 2023 年 10 月两次上调 YCC 区间上限 (分别从 0.25% 调至 0.5% 和从 0.5% 上调至 1%, 目前 YCC “名存实无”)。所以, 日美利差的变化主要是由美债利率的波动贡献的, 这又主要取决于美国的内因: 经济基本面与美联储货币政策立场。

¹ 2021 年 G7 主要经济体的汇率变化与 GDP 增速匹配。

图表16: 日元兑美元汇率和 10 年期国债利差强相关

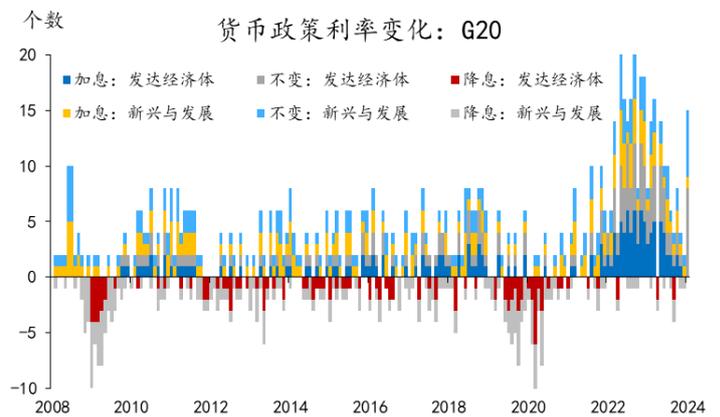
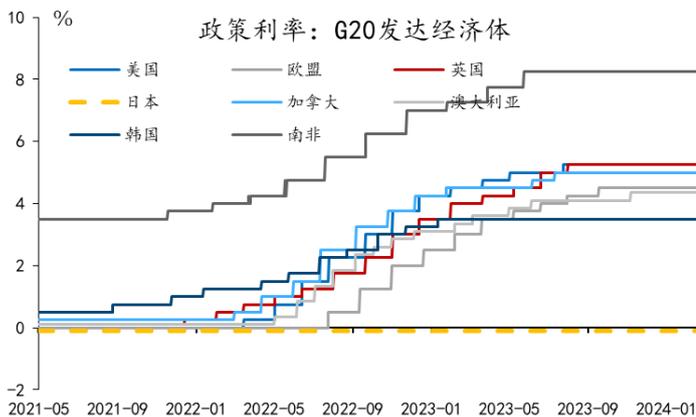
图表17: 2021 年来日元汇率与日美利差的关系



来源: CEIC、国金证券研究所

图表18: 后疫情时代 G20 发达经济体政策利率的变化

图表19: “加息潮”按下“暂停键”



来源: 各国央行、CEIC、国金证券研究所

2024 年伊始, 美日经济周期和通胀趋于收敛, 但货币政策方向或趋于分化, 进而有可能推动利差和日元汇率转向。经济周期方面, 美、日经济周期均处于“复苏早期”阶段, 美国主要表现为地产、耐用消费等利率敏感部门的复苏, 以服务消费为代表的非利率敏感部门放缓的速度也慢于预期, 这主要源于就业的韧性和实际工资增速的转正(名义工资增速粘性), 此外还受益于房价、美股上行产生的财富效应。日本则将受益于内、外需的双双改善。通胀方面, 美、日核心 CPI 同比已经收敛, 美国 GDP 平减指数甚至已经低于日本。

图表20: 日本经济周期同步指标向美国收敛

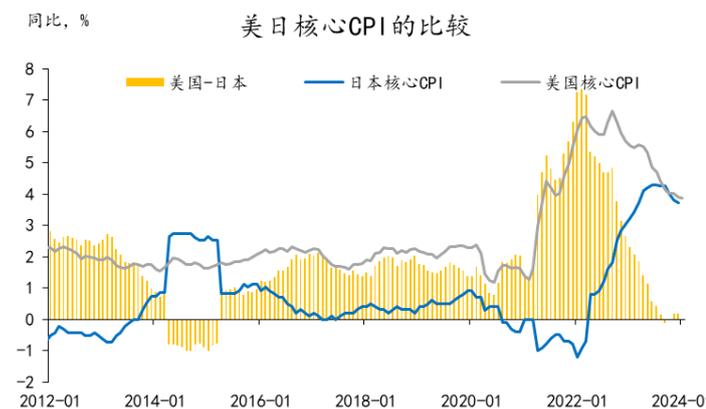


来源: CEIC、国金证券研究所

图表21: 美日经济周期领先指标均处于复苏早期



图表22: 美日核心CPI的收敛



来源: CEIC、国金证券研究所

图表23: 美日GDP平减指数的收敛

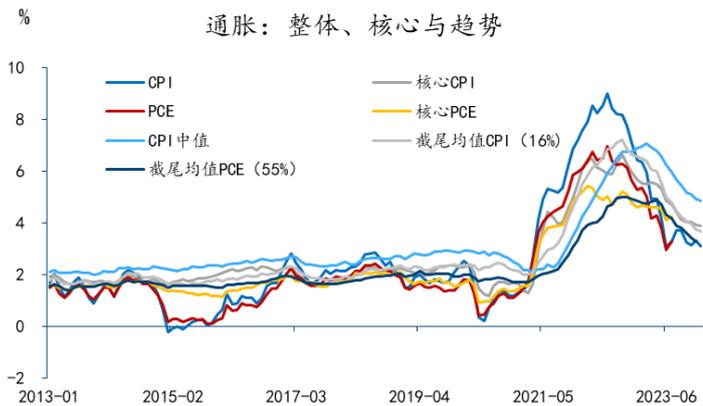


虽然 2024 年美联储何时降息、以及全年降息的幅度仍具有不确定性，但当前也不宜高估再次加息的可能性，除非发生新的供给侧冲击。一方面，美国核心 PCE 通胀已经下降至 3% 以下 (2.9%)，且下行趋势尚未结束，通胀扩散指数仍在下降。1 月 CPI 超预期主要源于医疗服务通胀由负转正和 OER 的反弹，但前者是均值回归，OER 与租金通胀的背离或是短暂的（需关注下半年租金通胀的触底反弹，其强度仍存在不确定性）²；另一方面，经济增长不是降息的“绊脚石”。后疫情时代，“菲利普斯”曲线框架下的缺口-通胀的关系目前仍处在“垂直区间”，负相关关系仍不显著。一个合理的解释是，美国经济已经摆脱“低效繁荣”³，劳动生产率由负转正，供给侧的修复将在抬升经济增速的同时压制通胀。

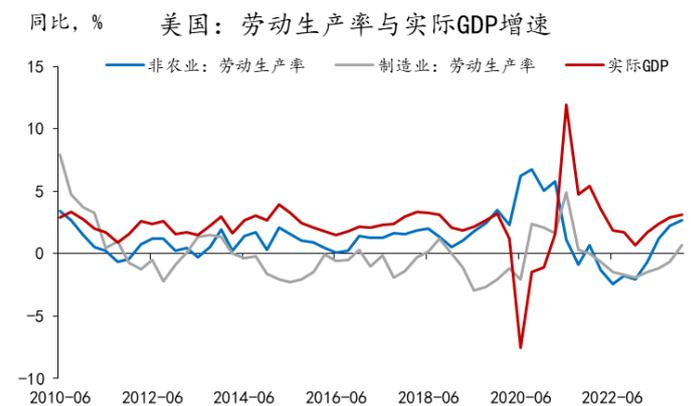
² 我们近期将在美国专题中更新关于美国通胀与联储政策的观点，敬请关注。

³ 参考报告《美国经济“低效的繁荣”——短缺经济的两面性》（2023 年 07 月 09 日）。

图表24: 美国通胀趋势



图表25: 美国劳动生产率增速已经转正



来源：Bloomberg、IMF（2024 年经济展望）、国金证券研究所

美联储仅需要维持“higher for longer”立场，并在前瞻指引中强调通胀上行风险，就可以再次收紧金融条件，实现压制通胀的目的。交易则另当别论。今年二季度是重要观察窗口，如果全球经济复苏态势持续超预期，叠加原油价格的持续上行，且无重大金融风险事件，美联储大概率会“按兵不动”，并有可能在6月例会中调整全年降息指引，引发市场继续纠正降息预期，出现一波类似于2023年3季度的紧缩交易。所以，仅从美国角度而言，美元强-日元弱的格局短期内或仍将维持。

(三) “纠结的”日央行：正常化的“第三次实验”，日央行面临“不可能三角”；

日央行非常规货币政策正常化的“第三次实验”正在进行，YCC（和QQE）名存实无，但负利率维持不变，进度慢于市场预期。我们认为，日央行退出负利率的条件趋于成熟，压力也在增强。今年3、4月例会退出负利率的概率仍较高。

前两次正常化实验均以“夭折”而告终，这一次日央行更需行稳、致远。第一次是2000年8月结束零利率、第二次是2006年7月结束零利率。两次的时点均位于美联储暂停加息区间（紧缩尾声），后来均遭遇了美国经济衰退。这次虽然处于美联储暂停加息区间，但两国均处于复苏早期，内外部条件或好于前两次。

图表26: 日央行正常化的“三次实验”



来源：世界银行、各国国家统计局、CEIC、国金证券研究所

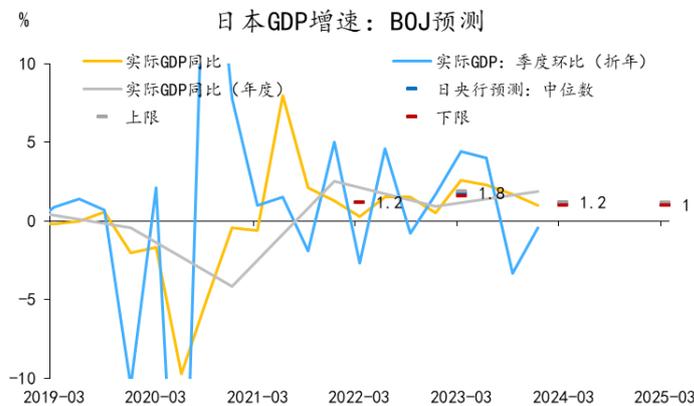
日央行正常化的充分条件正趋于成熟。一方面，日本的内、外需均在好转，带动GDP环比

增速触底反弹。更为主要的是内需还在持续修复，尤其是消费。内需方面，截止到2023年底，私人部门总需求对GDP的环比拉动（折年）已经接近从2023年2-3季度-3.2%升至-0.8%，且私人投资和消费均有明显改善。外需方面，出口增速已经开始反弹，2023年4季度净出口对GDP的拉动已经转正。在欧美经济复苏背景下，具备一定的持续性（美欧央行推迟降息仍是逆风）。日央行预计2024年日本实际增速1.2%，仍高于疫情前均值。

图表27: 日本实际GDP增速

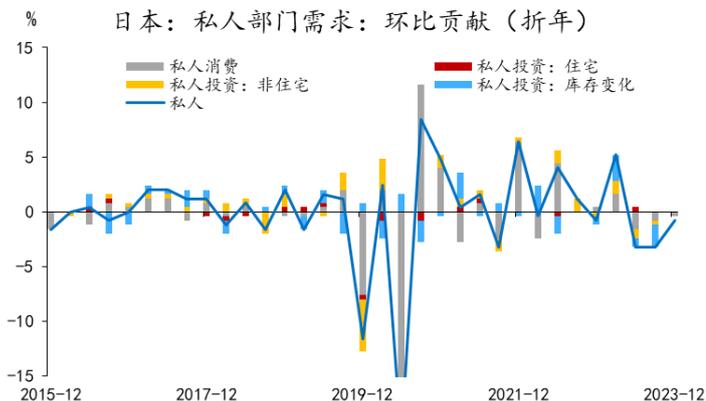


图表28: 日央行经济增长预测

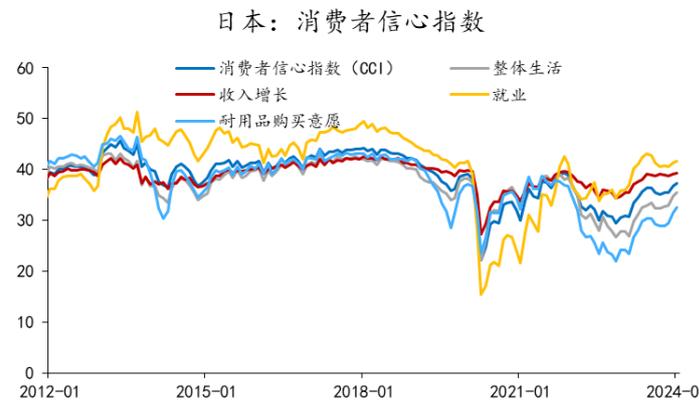


来源：日央行、CEIC、国金证券研究所

图表29: 日本私人需求对GDP的拉动



图表30: 日本消费者信心指数仍在恢复



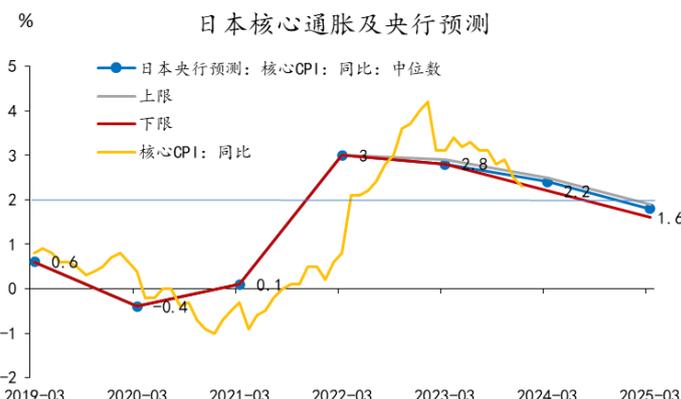
来源：CEIC、国金证券研究所

通胀方面，日本通胀的驱动力正在从输入性通胀转向内生驱动的通胀，工资-物价良性循环形成的可能性趋于上行。产出缺口的收敛（或转正）和失业率位于低位还将继续对工资增速形成支撑。今年春斗调薪结果或强化日央行2%通胀目标的可持续性。日本最大的工会联合会 Rengo 寻求至少 5% 的增幅，UA Zensen 的目标是 6%。本田将把工资提高 5.6%，并向工人支付相当于 7.1 个月工资的奖金。马自达将加薪 6.8%（包括奖金）。日本经济研究中心调查的 37 名经济学家的预测为 3.85%。日央行预计，2024 年核心通胀为 2.2%，低于 2023 年的 2.8%，但仍高于 2% 目标。

图表31：产出缺口的修复将继续支撑工资



图表32：日央行预测 2024 年核心 CPI 增速 2.2%

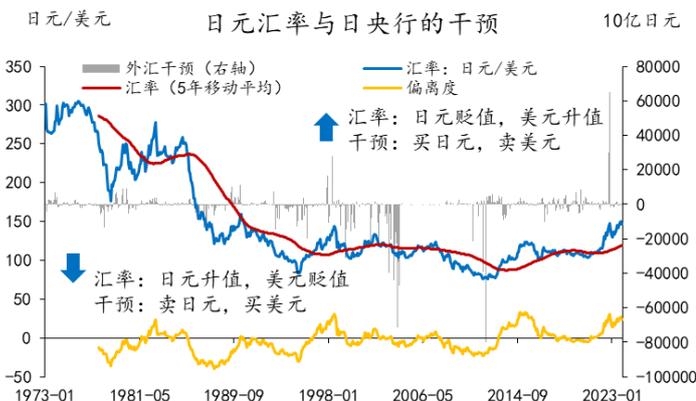


来源：日央行、CEIC、国金证券研究所

日央行正常化的压力来自于日元汇率的贬值。相比美欧等央行，日央行对外汇市场的干预颇为常见⁴。日央行的政策独立性相较美联储和欧央行明显更低。日央行容忍贸易条件的恶化，本质上是容忍国内购买力向国外的转移，是社会福利的净损失。这也是输入性通胀的代价。舆论压力和国民的不满意已经在内阁府的支持率中体现出来。2022 年 9 月和 10 月日央行对外汇市场的干预，以及 2022 年 12 月日央行超预期调整 YCC 的背景，就是日元汇率破 150 和内阁支持率的下降。

图表33：日央行干预日元汇率的足迹

图表34：日本内阁支持率大幅下降



来源：日央行、CEIC、国金证券研究所

日央行的正常化或成为日元升值的触发因素。对于日央行而言，矛盾在于，日元升值必然会削弱 2%通胀目标可持续性的基础。平衡利弊和放缓日元升值斜率的一个可选路径或是在美联储降息之前先退出零利率，因此时间窗口主要在上半年（尤其是春斗前后），后续能否进一步回到正利率区间仍需要走一步看一步。

二、海外基本面&重要事件

（一）货币与财政：市场定价美联储首次降息推至 6 月

美联储 2 月 21 日公布了 2024 年 1 月议息会议纪要，纪要显示：此次加息周期已经结束，但对降息保持谨慎，并关注通胀风险；支持放缓缩表节奏，大概率在 3 月对缩表减速进行更深入的讨论。2 月 21 日当周，美联储总资产规模小幅下降，美联储 BTFP 工具使用量微降。负债端，逆回购规模略升，准备金规模下降，TGA 存款下降 430 亿美元。货币市场基金规模下降 50 亿美元。2 月 14 日当周，美国商业银行存款上升 550 亿美元，大型银行存款上升 430 亿美元。CME FedWatch 显示，截至 2 月 24 日，市场定价美联储首次降息推至

⁴ Ito 2020 Japanese Foreign Exchange Interventions, 1971-2018: Estimating a Reaction Function Using the Best Proxy.

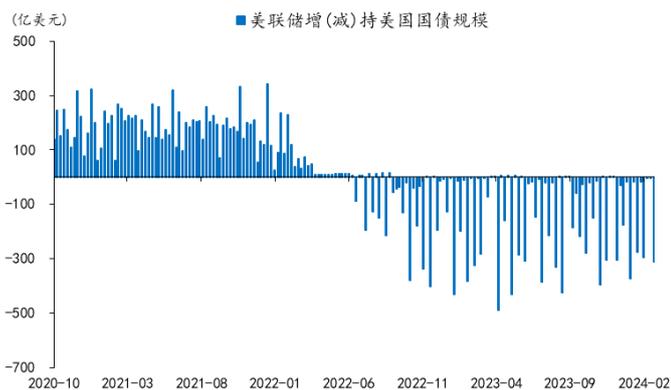
6月、概率为52%，全年预计4次降息，共计降息约100个BP。

图表35：美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	02-21	02-14	02-07	01-31	01-24	01-17	01-10	
流动性数量型指标	美联储										
	总资产	十亿美元	↓ -52	7581.7	7633.9	7631.3	7630.1	7677.2	7673.7	7686.7	
	其他贷款	十亿美元	↓ -1	169.9	170.4	170.5	171.7	173.9	167.2	152.7	
	一级信贷	十亿美元	↓ 0.0	2.4	2.4	2.3	3.2	2.8	2.3	2.1	
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ -1	164.2	164.8	164.9	165.2	167.8	161.5	147.2	
	其他信贷工具	十亿美元	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
	逆回购	十亿美元	↑ 9	914.6	905.6	890.2	977.6	980.1	936.3	1041.1	
	准备金	十亿美元	↓ -14	3523.1	3537.5	3555.7	3411.7	3489.7	3592.3	3537.4	
	TGA	十亿美元	↓ -43	788.8	831.9	821.6	865.5	815.2	773.5	727.9	
	商业银行										
	现金	十亿美元	↑ 1		3569.9	3568.4	3475.0	3528.8	3614.4	3564.7	
	消费贷	十亿美元	↓ -1		1903.9	1905.0	1915.1	1912.2	1913.5	1921.1	
	住房贷款	十亿美元	↓ -1		2571.9	2573.1	2574.9	2574.2	2574.4	2575.0	
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 6		2982.1	2976.4	2976.6	2972.6	2967.7	2965.5	
工商业贷款	十亿美元	↑ 4		2778.8	2774.8	2772.2	2749.9	2754.6	2753.1		
存款	十亿美元	↑ 55		17488.8	17433.4	17490.4	17344.8	17513.7	17504.4		
大银行存款	十亿美元	↑ 43		10826.2	10783.2	10840.2	10736.6	10877.6	10872.7		
小银行存款	十亿美元	↑ 4		5324.9	5320.8	5328.7	5300.9	5319.6	5326.7		
货币市场基金											
	十亿美元	↓ -5	6008.8	6014.1	6018.4	6001.7	5960.1	5961.5	5975.6		
流动性价格型指标	隔夜融资市场										
	SOFR-IORB	BP	→ 0.0	-10.0	-10.0	-9.0	-8.0	-9.0	-8.0	-9.0	
	EFFR-IORB	BP	→ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	
	美元融资市场										
	TED利差	BP	↓ -1.4	14.4	15.7	14.6	15.7	14.6	10.1	12.8	
	票据与信用债市场										
	Master企业债利差	BP	↓ -4.0	94.0	98.0	100.0	102.0	99.0	102.0	104.0	
	票据利差	BP	↓ -6.0	7.0	13.0	8.0	10.0	0.0	1.0	12.0	
离岸市场											
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.8	-5.3	-6.0	-6.5	-9.5	-4.1	-4.9	-4.1		
日元兑美元互换基差	BP	↑ 0.4	-31.0	-31.4	-31.3	-36.0	-28.8	-31.9	-32.0		

来源：FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表36：美联储减持美债规模



来源：WIND、国金证券研究所

图表37：美联储逆回购规模当周略升

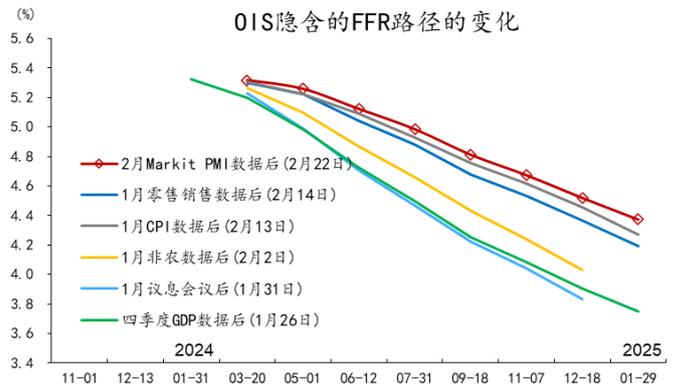


来源：WIND、国金证券研究所

图表38: 截至2月24日, 美联储降息概率

区间/日期	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03
525-550	96	74	33	15	5	2	1	0	0
500-525	4	25	52	42	23	14	6	3	2
475-500	0	1	14	35	40	31	20	12	9
450-475	0	0	1	8	27	33	32	25	21
425-450	0	0	0	0	6	16	27	30	28
400-425	0	0	0	0	0	3	12	21	24
375-400	0	0	0	0	0	0	2	8	12
350-375	0	0	0	0	0	0	0	1	3
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0

图表39: OIS 隐含FFR利率



来源: FedWatch、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 生产: 美国2月Markit PMI表现分化

1月, 全球各国制造业 PMI 普遍回升, 发达经济体改善幅度好于新兴市场。2月, 欧元区制造业 PMI 初值 46.1, 预期 47, 为近 2 个月低点, 逆转了 1 月取得的一些进展, 继续深陷萎缩; 服务业 PMI 初值 50, 预期 48.8, 为近 7 个月高点, 服务业有所改善, 自 2023 年 8 月以来首次走出萎缩区间。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 意外攀升, 服务业和综合 PMI 均不及预期但仍处在扩张区间。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值 51.5, 预期 50.5, 前值 50.7; 美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值 51.3, 预期 52, 前值 52.5; 美国 2 月 Markit 综合 PMI 初值 51.4, 预期 51.8, 前值 52。

图表40: 全球制造业 PMI

制造业PMI	2月月度变化	1月月度变化	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
全球	1.0 ↑		50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1	48.7	48.8	49.4	
发达经济体																			
美国ISM	2.0 ↑		49.1	47.1	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	
美国Markit	0.8 ↑	2.8 ↑	51.5	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4
欧元区	-0.5 ↓	2.2 ↑	46.1	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4
德国	-3.2 ↓	2.2 ↑	42.3	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1
法国	3.7 ↑	1.0 ↑	46.8	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2
意大利	3.2 ↑		48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	
西班牙	3.0 ↑		49.2	46.2	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	
荷兰	4.1 ↑		48.9	44.8	44.9	43.8	43.6	45.9	45.3	43.8	44.2	44.9	46.4	48.7	49.6	48.6	46.0	47.9	
希腊	3.4 ↑		54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	
日本	0.1 ↑		48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	
韩国	1.3 ↑		51.2	49.9	50.0	49.8	49.9	48.9	49.4	47.8	48.4	48.1	47.6	48.5	48.5	48.2	49.0	48.2	
英国	-0.2 ↓	1.1 ↑	47.1	47.3	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2
加拿大	2.9 ↑		48.3	45.4	47.7	48.6	47.5	48.0	49.6	48.8	49.0	50.2	48.6	52.4	51.0	49.2	49.6	48.8	
新兴市场																			
中国	0.2 ↑	0.2 ↑	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1	47.0	48.0	49.2	
印度	1.6 ↑		56.7	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4	57.8	55.7	55.3
越南	1.4 ↑		50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	
巴西	4.4 ↑		52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	
墨西哥	-1.8 ↓		50.2	52.0	52.5	52.1	49.8	51.2	53.2	50.9	50.5	51.1	51.0	51.0	48.9	51.3	50.6	50.3	

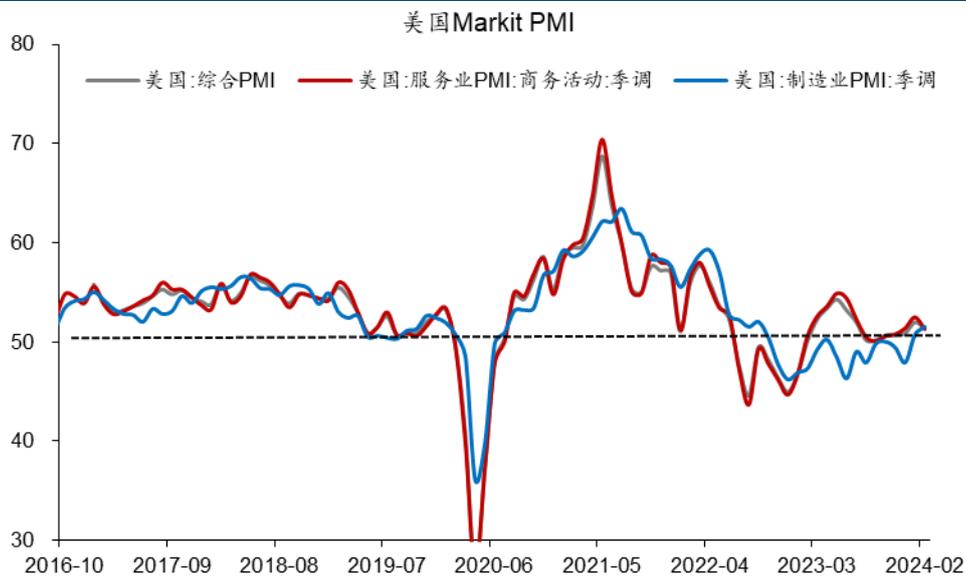
来源: WIND、国金证券研究所

图表41：全球服务业 PMI

服务业PMI	2月 月度变化	1月 月度变化	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
全球		0.7 ↑		52.3	51.6	50.6	50.4	50.7	51.1	52.7	53.9	55.5	55.4	54.4	52.6	50.0	48.1	48.1	49.2
发达经济体																			
美国ISM		2.9 ↑		53.4	50.5	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4
美国Markit	-1.2 ↓	-1.1 ↓		51.3	52.5	51.4	50.8	50.6	50.1	50.5	52.3	54.4	54.9	53.6	52.6	50.6	46.8	44.7	46.2
欧元区	1.6 ↑	-0.4 ↓		50.0	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5
德国	0.5 ↑	-1.6 ↓		48.2	47.7	49.3	49.6	48.2	50.3	47.3	52.3	54.1	57.2	56.0	53.7	50.9	50.7	49.2	46.1
法国	2.6 ↑	-0.3 ↓		48.0	45.4	45.7	45.4	45.2	44.4	46.0	47.1	48.0	52.5	54.6	53.9	53.1	49.4	49.5	49.3
意大利		1.4 ↑			51.2	49.8	49.5	47.7	49.9	49.8	51.5	52.2	54.0	57.6	55.7	51.6	51.2	49.9	49.5
西班牙		0.6 ↑			52.1	51.5	51.0	51.1	50.5	49.3	52.8	53.4	56.7	57.9	59.4	56.7	52.7	51.6	51.2
日本	-0.6 ↓	1.6 ↑		52.5	53.1	51.5	50.8	51.6	53.8	54.3	53.8	54.0	55.9	55.4	55.0	54.0	52.3	51.1	50.3
英国	0.0 ↓	0.9 ↑		54.3	54.3	53.4	50.9	49.5	49.3	49.5	51.5	53.7	55.2	55.9	52.9	53.5	48.7	49.9	48.8
新兴市场																			
中国		0.8 ↑		50.1	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	55.6	54.0	39.4	45.1	47.0
印度	0.2 ↑	2.8 ↑		62.0	61.8	59.0	56.9	58.4	61.0	60.1	62.3	58.5	61.2	62.0	57.8	59.4	57.2	58.5	56.4
俄罗斯		-0.4 ↓			55.8	56.2	52.2	53.6	55.4	57.6	54.0	56.8	54.3	55.9	58.1	53.1	48.7	45.9	48.3
巴西		2.6 ↑			53.1	50.5	51.2	51.0	48.7	50.6	50.2	53.3	54.1	50.0	51.8	49.8	50.7	51.0	51.6

来源：WIND、国金证券研究所

图表42：美国 2 月 Markit PMI 表现分化

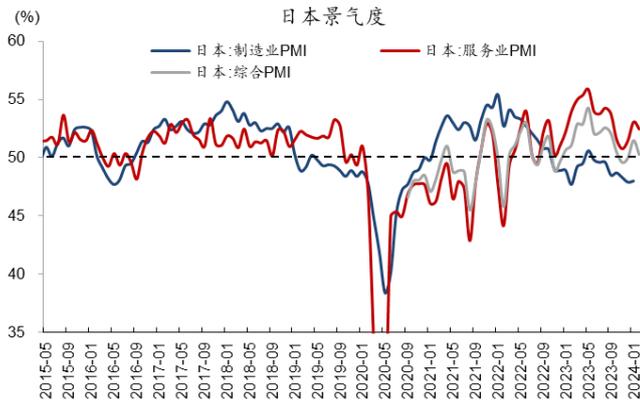


来源：WIND、国金证券研究所

（三）日本：出口改善，制造业依然低迷，服务业景气度维持高位

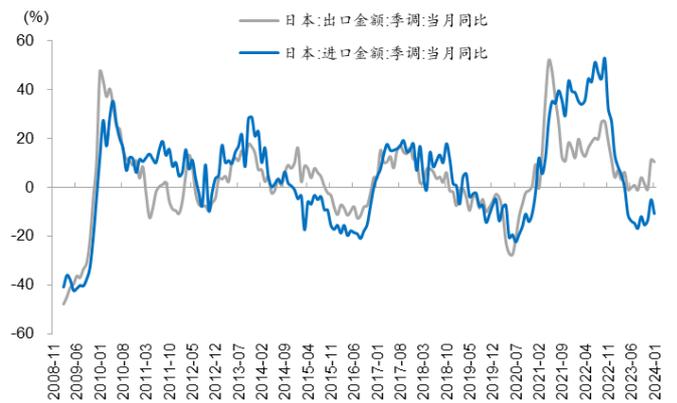
日本 1 月景气度边际变化不大，服务业景气度较大，制造业依然低迷，2 月制造业延续下滑态势。日本 2 月制造业 PMI 初值 47.2，前值 48；日本 2 月 Markit 服务业 PMI 52.5，前值 53.1；日本 2 月 Markit 综合 PMI 50.3，前值 51.5。日本年初出口有较为明显改善。日本 1 月商品出口同比 11.9%，预期 9.5%，前值 9.8% 下修至 9.7%，主因汽车和芯片相关设备的出货量有所增长；日本 1 月商品进口同比 -9.6%，预期 -8.4%，前值 -6.8% 下修至 -6.9%，进口连续第 10 个月下降，主要受到煤炭和液化天然气进口下滑的拖累。

图表43: 日本制造业依然低迷



来源: WIND、国金证券研究所

图表44: 日本年初出口有较为明显改善

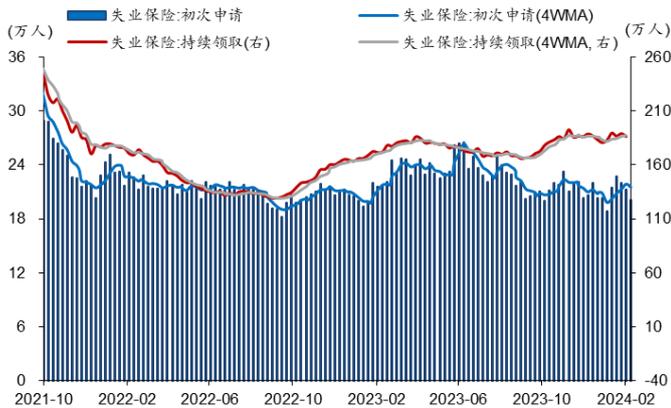


来源: WIND、国金证券研究所

(四) 就业: 美国劳动力市场持续强劲

美国至2月17日当周初请失业金人数20.1万人, 预期21.8万人, 前值21.2上修至21.3万人, 为逾1个月以来最低水平。美国至2月10日当周续请失业人数186.2万人, 预期188.5万人, 前值189.5下修至188.9万人。美国2月12日当周活跃职位数量下降至1036.4万, 前值1156.0万。

图表45: 美国至2月17日当周初请失业20.1万人



来源: CEIC、国金证券研究所

图表46: 美国2月12日当周新增职位数量下降

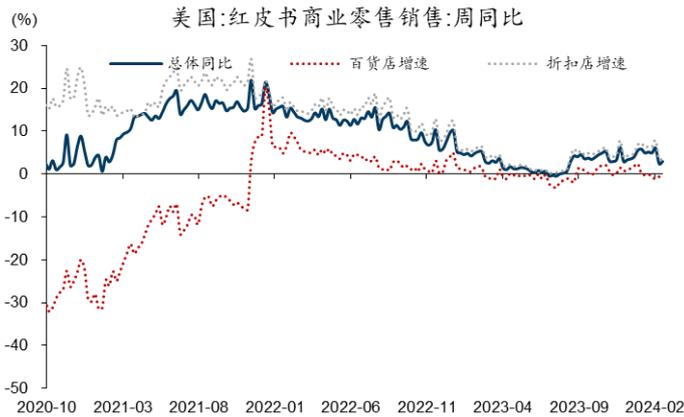


来源: CEIC、国金证券研究所

(五) 消费: 美国至2月17日当周红皮书零售增速3.0%

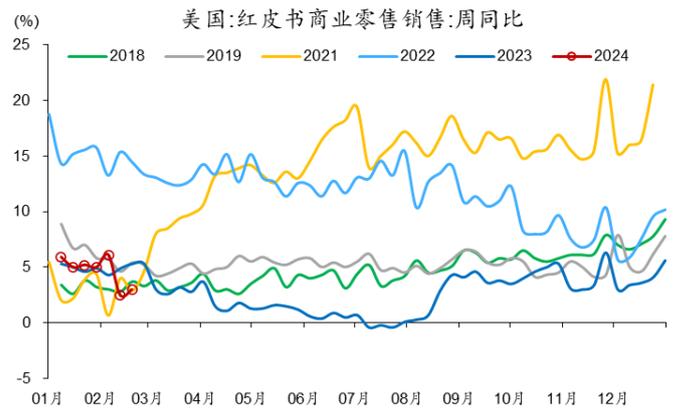
至2月17日当周, 美国红皮书零售增速3.0%, 前值2.5%, 其中百货店增速0.2%, 前值-0.6%, 折扣店增速3.8%, 前值3.5%。

图表47: 美国红皮书零售同比 3.0%，前值 2.5%



来源: CEIC、国金证券研究所

图表48: 美国红皮书零售增速低于往年同期



来源: CEIC、国金证券研究所

(六) 地产与信贷: 至 2 月 22 日美国 30 年期抵押贷款利率为 6.9%，成屋销售超预期

截至 2 月 22 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 6.9%，较 1 月 18 日的 6.6% 反弹 30BP。15 年期抵押贷款利率为 6.29%，较 1 月 18 日的 5.76% 反弹 53BP。美国 1 月成屋销售总数年化 400 万户，预期 397 万户，前值 378 上修至 388 万户。美国 1 月成屋销售年化月率 3.1%，预期 4.90%，前值 -1.0% 上修至 -0.8%。

图表49: 美国 30 年期抵押贷款利率略反弹至 6.9%



来源: WIND、国金证券研究所

图表50: 美国二手房挂牌价增速回落至 0



来源: WIND、国金证券研究所

风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但 FOMC 成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402