

宏观

证券研究报告

2024年02月28日

对日本的几点讨论

对于中国市场的研究者来说，日本是这么近又那么远。近期我们与市场交流了一些观点，总结一下，以供参考。

如何看待日本股市近期表现很好，但经济连续两个季度环比负增长？

如何看待当前日本偏高的劳动参与率？

日本房地产泡沫之所以消纳时间长，因为有很多外部因素。

风险提示：日本股市走势超预期；日本经济变动超预期；日本劳动力市场走势超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年2月第5周》
2024-02-27
- 《宏观报告：美联储何时结束缩表-2024美国货币政策展望》
2024-02-26
- 《宏观报告：土地改革的重要信号-中央深改委第四次会议解读》
2024-02-24

对于中国市场的研究者来说，日本是这么近又那么远。近期我们与市场交流了一些观点，总结一下，以供参考。

如何看待日本股市近期表现很好，但经济连续两个季度环比负增长？

这或表明日本股票市场 and 宏观经济的相关性逐渐减弱。很多日本上市公司全球化，收入来源在海外，而股票按照日元计价，日元又是贬值的，所以看起来股价很高。

理论上贬值可以让日本的资产价格和生产成本变得更低，吸引全球公司来日本投资生产，但除了台积电在九州岛的工厂火热开工以外¹，在其他行业暂时或还没有出现日元贬值带来的投资吸引力。

反而因为汇率偏低带来物价上涨，出现了民众抱怨汇率贬值的声浪²。但日本央行对于汇率没有太多的担心，也认识到 YCC 的副作用³，比如金融市场的流动性问题，所以我们认为在某个阶段日本央行摆脱 YCC 是肯定的，但退出的时间和方式不确定。

虽然目前工资与物价都在上涨，但日本央行认为这是良性循环⁴，可以帮助摆脱通缩。另外，我们认为这也能倒逼不能盈利、不涨工资的企业退出，推动资源再分配，也是一个良性的变化。但通胀还没有到 2% 的政策目标⁵，实际工资增速也表现一般。我们认为如果今年三月“春斗”涨工资幅度超预期，2024 年经济增速可能会重新上行。

如何看待当前日本偏高的劳动参与率？

过去很多女性不参与劳动，但近年来随着日本政府制度保障进一步完善，如较长的生育假期、社区育儿支持等⁶，女性的劳动参与率明显提高⁷。同时，老年人也开始重返劳动力市场。这推动日本劳动参与率的上行。但目前日本老年人口劳动参与率已经处于较高水平，后续可以关注日本劳动参与率是否会面临下滑压力。

另外，工作岗位有的是终身雇佣制（论资排辈，起始工资低，随资历缓慢上涨），有的是合同制。老年人跳槽难度高，流动性低，年轻人跳槽容易，流动性高，工资涨的也快。本科应届生工资在 1 万多人民币左右⁸，如果从事的是信息通信行业、金融业等，工资可能会更高。

尽管媒体常说上一代日本人从“一亿总中流”变成了“下流社会”⁹，但他们或感觉上一代人过得没有那么差，这一代人过得也没有那么好。因为个人收入能力下滑（以雇员报酬衡量），这一代日本人的个人消费能力或低于上一代，但劳动参与率高，所以家庭收入会高于上一代。日本年轻人的消费意愿变化不大，数据上看平均消费倾向未见明显上行。

关于房价。日本房地产泡沫之所以消纳时间长，因为有很多外部因素。

1991 年开始泡沫破灭房价下跌，1997 年遇到亚洲金融危机，2001 年-2002 年前后日本金融机构破产达到第二次高潮¹⁰，这也导致当时市场的地产供给进一步加大，一直到 2005、2006 年前后才消化，结果又遇到了 2008 年的金融危机，好不容易走出来，又遇到了 311 大地震。

关于出海。1985 年《广场协议》以后，日本企业意识到汇率短期难以回落，开始主动出海，有些成功经验值得借鉴。比如，日本政府有专门的主管机构帮助中小企业去海外建厂¹¹，积极主动应对来自美国的贸易摩擦¹²等。

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/SvK5OJIm74MVTRf9PitWDA>

² <https://mp.weixin.qq.com/s/kNaLimJsUeQMeO8rCnGU6Q>

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/6tzfcpxBB4G4Dhvz9PT8g>

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/QMcmfDX3-l6JVdExtAuN7g>

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/LD25otcV9dEvSjIwBt3CuQ>

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/B2D7OYd6yw4nDRFc5jwSSA>

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/VXW0WTzBiX-VvHaY7VOL0w>

⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/SJqWawlcac1jwzEamA5VHQ>

⁹ https://mp.weixin.qq.com/s/_2wKmkZ6FtSSK2tLy5AbDg

¹⁰ [日本央行前行长看动荡时代前车之鉴 腾讯新闻 \(qq.com\)](https://mp.weixin.qq.com/s/_2wKmkZ6FtSSK2tLy5AbDg)

¹¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/Scndt1fSD3OxazKanLJ3SA>

¹² <https://mp.weixin.qq.com/s/wPiELHvdwMVZrf-dYXCvCQ>

关与汽车行业。汽车产业链在日本经济中占比大约 10%左右¹³。面对中国新能源车企的激烈竞争，日本车企也很希望技术转型，但是我们认为日本车企或还没有做好准备，因为现在变化太快，到底能不能赶上或并不确定。

¹³ <https://mp.weixin.qq.com/s/HFkIPhKOUmA0y1jkNBhPkQ>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com