

转向降息的欧洲和考虑加息的日本

——欧日数据跟踪

核心要点：

欧央行6月降息预期强烈，瑞典已经行动：欧央行于4月货币政策会议上维持利率不变，缩表4月实际缩减344亿欧元，并将在7月后从月均250亿欧元的规模扩大至325亿欧元。欧央行认为大多数通胀的分项的趋势，特别是食物和商品价格，都指向进一步的降低，薪资增长正在缓和，而限制性金融条件持续压制需求；不过，内部价格压力使服务通胀偏高。此外，主要官员们近期的发言继续支持欧央行在6月份降息，欧元兑美元整体依然弱势。5月8日瑞典央行成为了继瑞士央行后第二个降息的G10国家。瑞典央行将政策利率下调25BP至3.75%，符合预期；其表示如果下半年通胀温和，将进一步降息两次。同样的，英国央行5月利率决议也已有两票赞成降低利率。高利率环境正逐步在欧洲造成更多经济裂痕，尽管欧央行货币政策并未出现碎片化，但整体更依赖银行体系进行货币派生的欧洲受紧缩性政策的限制更加明显；制造业的持续疲软和私人部门融资能力的降低不仅导致经济的低迷，也在成为政治问题。因此，在通胀压力不再掣肘之下，欧洲货币政策转向宽松的趋势已经形成。

欧元区通胀回落顺利，制造业持续承压：从通胀结构上看，食品 and 商品增速均在进一步缓和；商品中，汽车、服装、家具等重要项目增速均持续下行；服务中，房租仍处在2.8%左右的偏高位置，住宿和餐饮服务价格小幅缓和至5.3%左右，仅医疗服务有上升趋势。相比于美国CPI，欧元区HICP对于居住成本的权重更加合理，租金仅为5.7%左右，考虑维修和其他杂项后也仅有9.1%，显著低于美国CPI中35%的权重；因此，尽管房租价格存在一定粘性，却并不阻碍欧元区通胀整体回落的方向。但在高利率下，欧元区制造业仍在底部：4月制造业PMI进一步下滑至45.7（前值46.1），德国制造业PMI略回升至42.5（前值41.9），法国下行至45.3（前值46.2）。其工业生产指数和产能利用率均处于2008年以来的最低位，工业信心指数和经济景气指数也还在降低。当前影响欧央行货币政策的主要变量将是经济增长压力和美欧利差的幅度。在“弱经济+低通胀”组合下，欧元区可能降息不仅早于美联储，幅度也会更大。

日元贬值导致财务省干预，日央行考虑货币政策应对：日央行在4月会议上（1）维持利率不变，（2）没有缩减购债规模，（3）在发布会中行长确认贬值对通胀趋势的影响尚在可忽视范围内，这导致市场判断日央行鸽派并使日元贬值。美元兑日元汇率逼近160后，日本当局终于在4月末进行了两次短期效果明显，但中期成果有限的汇率干预，总规模可能接近600亿美元。在汇率干预未能扭转日元弱势后，日央行行长植田和男于5月9日进行了稍显鹰派的预期引导：其表示如果外汇波动或者其他风险影响通胀趋势，日央行需要用货币政策应对，并将审视近期疲软的日元以指导货币政策。此前，市场普遍预期日央行在审慎观察后将于10月进行年内第二次加息，但汇率问题使6、7月加息的预期有所回升。如果财务省的干预和日央行暗示的“加息威胁”可以阻止进一步贬值预期的形成，日央行依然不会选择在年中加息，因为这不仅难以显著缩减美日利差，还可能加大日本经济压力并影响良性“薪资物价”循环的形成。目前尚不能排除日央行年中加息的风险，需要密切关注日元走势。

欧元区长端国债收益率可能进一步回落，日股短期震荡：南欧主要国家国债收益率稳中有降，在面临经济增长压力的情况下，欧央行政策利率回落，南欧国家的长端收益率可以进一步下行以匹配较弱的经济增速、缓解中长期财政压力。日股方面，虽然日本基本面逐步改善的方向逐渐明朗，利润增速和分红也提供支撑，但汇率压力引发货币政策的提前调整需要警惕，这也是近期日元贬值、日股上涨逻辑被打破的原因之一，在货币政策的态度进一步明朗前，日股短期可能延续震荡。

分析师

章俊

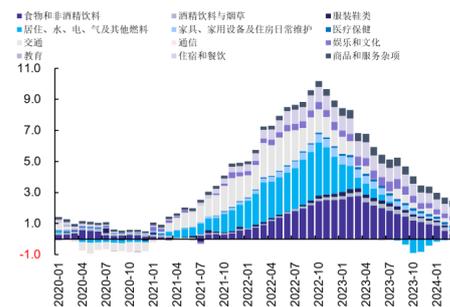
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：欧元区通胀下降趋势不改（%）



资料来源：Wind、ECB，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 欧洲通胀意外回升的风险
2. 南欧国家出现债务问题的风险
3. 日央行提前加息的风险

欧洲：欧央行 6 月降息预期强烈，瑞典已经行动

（一）欧央行进一步暗示年中转向，瑞典成为第二个降息的 G10 国家

欧央行于 4 月货币政策会议上维持政策利率不变，欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别继续维持 4.50%、4.00% 和 4.75%。缩表 4 月实际缩减 344 亿欧元，并将在 7 月后从月均 250 亿欧元的规模扩大至 325 亿欧元；同时，为了防止出现金融系统流动性问题，欧央行预计将再融资利率（MRO）和存款便利利率（DFR）的利差从 50BP 压缩至 15BP 以鼓励金融机构从欧央行借款。欧央行认为大多数通胀分项的趋势，特别是食物和商品价格，都指向进一步降低，薪资增长正在缓和，而限制性金融条件持续压制需求；不过，内部价格压力使服务通胀偏高。此外，主要官员们近期的发言大多继续支持欧央行在 6 月份降息，欧元兑美元整体依然弱势。

在欧央行为货币政策转向做铺垫之时，5 月 8 日瑞典央行成为了继瑞士央行后第二个降息的 G10 国家。瑞典央行（Riksbank）将此前维持 8 个月不变的 4% 政策利率下调至 3.75%，符合预期；其表示如果下半年通胀温和，将进一步降息两次。在此之前，瑞典央行从 2016 年 -0.5% 的政策利率不断加息，2023 年瑞典在高利率压力下负增长 0.2%，通胀降低后疲弱的经济表现正对货币政策施加更强的影响，这也和欧央行面临的环境类似。同样的，英国央行 5 月利率决议也已有两票赞成降低利率。尽管美联储短期难以降息，澳大利亚和挪威央行也表示利率不会很快下降，但非美、日经济体的降息趋势正逐步形成。

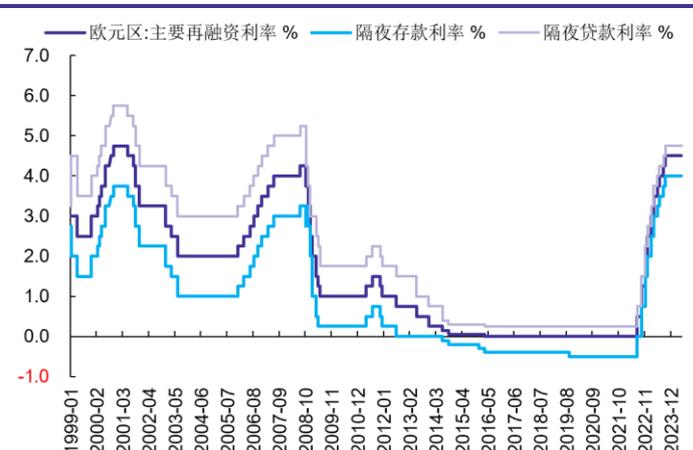
全球高利率环境正逐步在欧洲造成更多经济裂痕，尽管欧央行货币政策并未出现碎片化，但整体更依赖银行体系进行货币派生的欧洲受紧缩性政策的限制更加明显；制造业的持续疲软和私人部门融资能力的降低不仅导致经济的低迷，也在成为政治问题。因此，在通胀压力不再掣肘之下，欧洲货币政策转向宽松的趋势已经形成。不过，在美欧利差和经济差持续压制汇率的情况下，欧央行全年的降息幅度仍受到美联储的影响；而两大央行“边降息边缩表”的新范式也将考验各自确定合意准备金的方式是否合理。

图 1：欧元区 Q1 增长略好于预期，压力仍大（%）



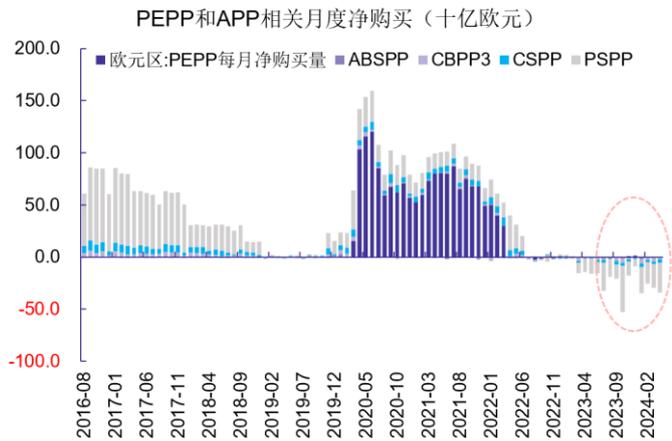
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：欧央行 4 月继续维持三大利率不变，但转向预期加强



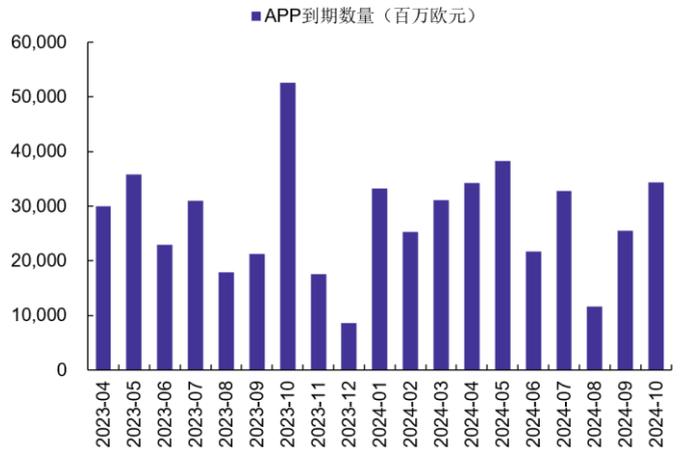
资料来源：ECB，中国银河证券研究院

图 3：欧央行继续缩表，年中开始将缩减 PEPP



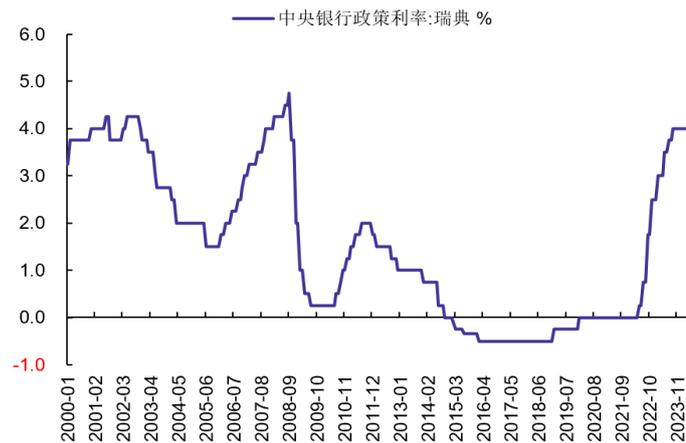
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：APP 自 2024 年 5 月至 2025 年 4 月约有 3466 亿欧元到期



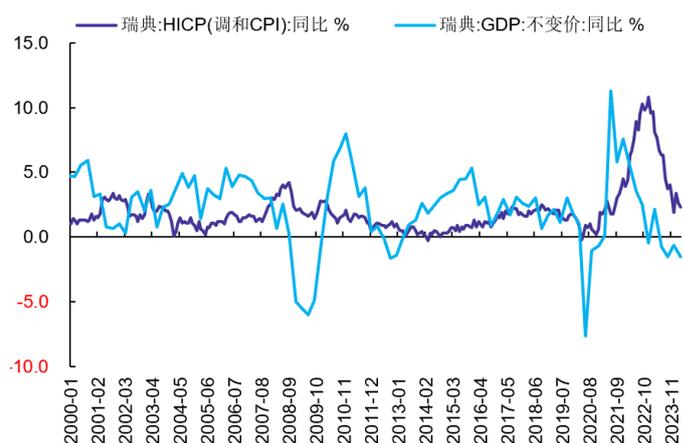
资料来源：ECB，中国银河证券研究院

图 5：瑞典央行 2016 年 2 月以来首次降息



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

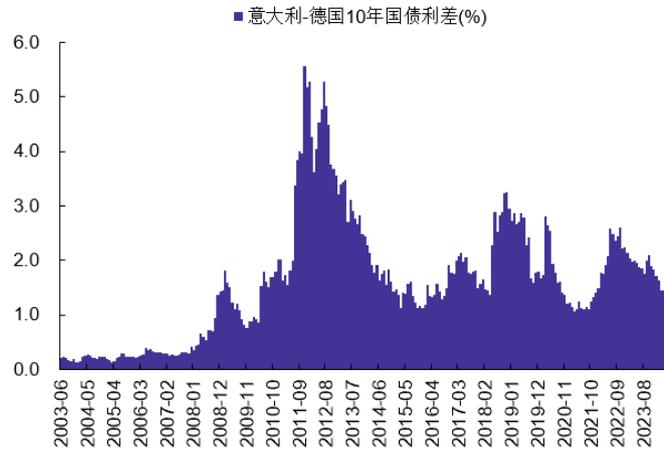
图 6：瑞典的通胀已回到 2% 附近，经济成为新的担忧



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

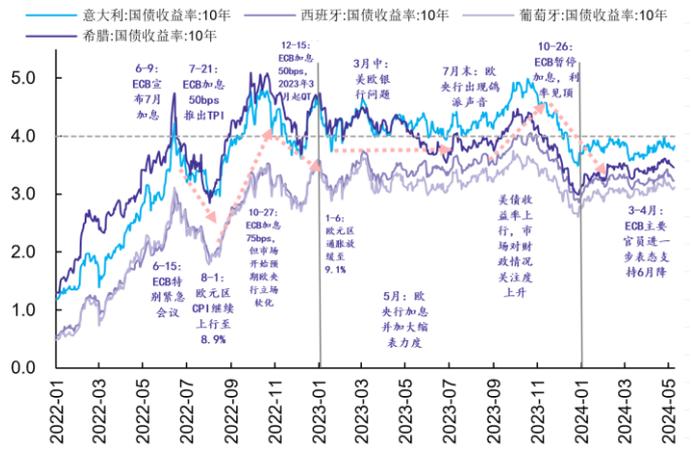
在欧洲货币政策转向愈发临近的情况下，欧元区主要国家国债收益率稳中有降，在面临经济增长压力的情况下，长端国债收益率仍有进一步降低的空间以防止财政上的“多马稳定条件”被打破。10 年期美债与德债的利差稍有回升，至 2.1% 左右，主要是由于美债收益率回升引发，对应欧元延续相对弱势。10 年期意大利国债和德债的维持 1.3% 左右，处于历史正常位置，在降息预期和意大利经济没有恶化之下，市场并未对其财政情况表露进一步的担忧。南欧国家国债收益率稳中稍降，欧元区货币政策传导“碎片化”的风险也将随着政策利率的降调逐渐淡出视野。不过，从中长期财政的“多马稳定条件”来看，以意大利和希腊为首的南欧国家已经接近较为危险的水平，即名义经济增速将低于长端国债收益率。这意味着欧央行政策利率回落后，南欧国家的长端收益率可以进一步下行以缓解中长期的财政压力。

图 7：意德 10 年期国债利差进一步回落，欧债压力缓和



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：南欧国家国债收益率震荡，有望进一步回落(%)



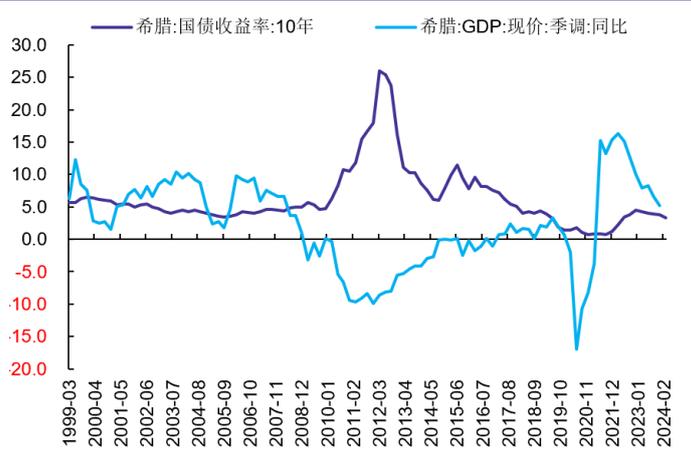
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：意大利名义经济增速有低于国债收益率的风险(%)



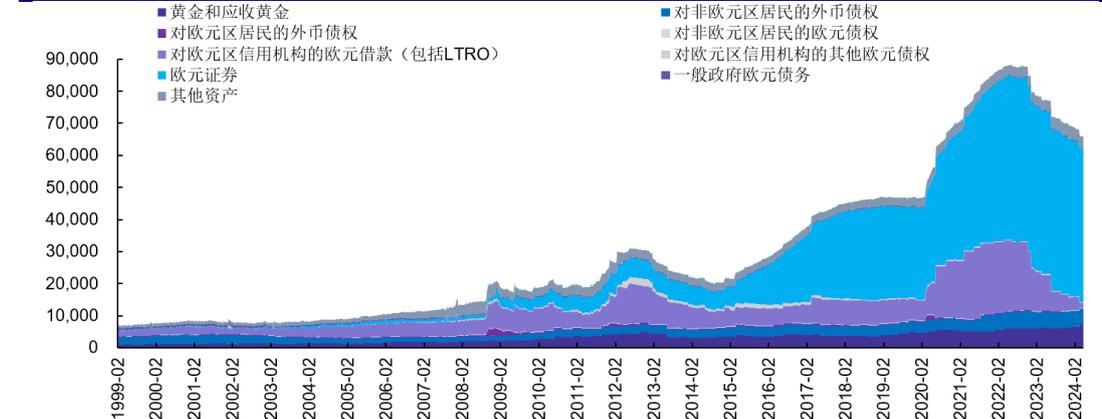
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：希腊也在打破“多马稳定条件”的边缘(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：欧央行资产负债表规模缩减至 6.58 万亿欧元左右（亿欧元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：欧央行重要官员近期表态

时间	发言官员	主要内容
2024/5/9	欧洲央行管委 霍尔茨曼	欧洲央行没有理由过快或过猛地降息，这在很大程度上取决于美联储。
2024/5/9	比利时央行总裁 温施	欧洲央行今年可以继续推进降息，但需要重新思考如何预测通胀并根据这些预测制定政策。
2024/5/8	德国央行总裁 纳格尔	欧元区经济深层次的结构性变化可能在未来数年给通胀带来上行压力，但欧洲央行仍不应容忍物价加速上涨。
2024/5/7	欧洲央行执委 连恩	均表示最新的通胀和增长数据让他们更加坚信通胀将在明年中期回到欧洲央行2%的目标。
	管委暨立陶宛央行总裁 西姆库斯	
	欧央行管委暨克罗地亚央行总裁 武伊契奇	
2024/5/6	欧洲央行首席经济学家 连恩	当我们将通胀能回到目标水平有信心时，我们会认为降低利率水平是适当的。高利率是有成本的，只有在通胀风险过高的情况下，我们才应该支付这一成本。随着通胀风险下降，目前的利率水平不应无限期维持下去。
2024/5/3	欧洲央行首席经济学家 连恩	鉴于经济前景存在很大的不确定性，欧洲央行应在每次降息前累积数据。“在高度不确定的条件下做出利率决策的稳妥方法是避免预先承诺或制造对未来利率路径不合理的预期。”
2024/5/2	欧洲央行管委 德科斯	欧元区通胀率正一如预期下降，在经历未来几个月的波折后，将于明年年中降至2%。如果通胀如预期般继续逐步下降，欧洲央行应在6月开始降息。
2024/4/30	欧洲央行副总裁 德金多斯	欧元区通胀率正处于朝着2%回落的道路上，但这一过程注定会有颠簸，地缘政治紧张局势对物价上涨构成了上行风险。
2024/4/30	欧洲央行管委暨荷兰央行 总裁 克诺特	欧元区通胀正朝着2%回落，地缘政治压力仅构成较小风险，但欧洲央行在6月首次降息之后仍应谨慎行事。
2024/4/23	欧洲央行副总裁 德金多斯	“如果事态发展与最近几周相同，我们将在6月份放松限制性货币政策立场。”降息将取决于数据的演变、地缘政治局势以及对油价的潜在影响等，同时需考虑美国情况。
2024/4/22	欧洲央行总裁 拉加德	欧元区通胀可能进一步下降，如果达到了其长期目标，央行可能会降息，但通胀前景面临的风险是双向的。“与此同时，管委会不会预先承诺特定的利率路径。”
2024/4/22	欧洲央行管委 米勒	只要经济发展符合预期，预计欧洲央行在6月首次降息后，年底前“再”降息几次是合理的。

资料来源：Reuters、ECB、中国银河证券研究院

（二）劳动市场保持紧凑，通胀趋势延续弱化，经济增长和利差决定降息幅度

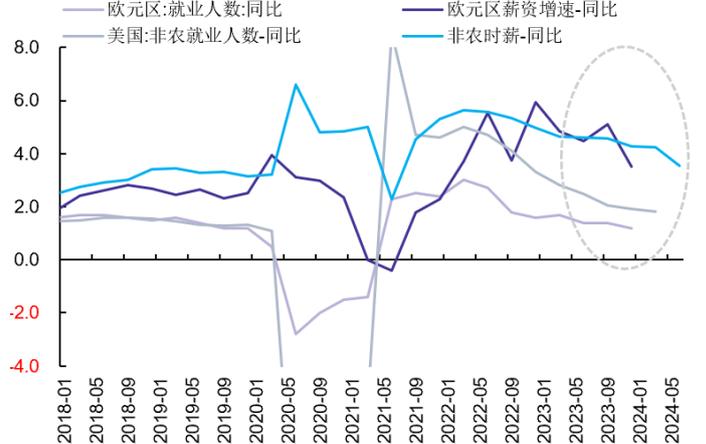
劳动市场方面，欧元区 20 国失业率在 3 月维持 6.5% 的历史新低（此前月份从 6.4% 上修），其服务业 PMI 所展现出的韧性意味着日常服务价格的下行依然偏缓，但在薪资降低的大背景下不易加强通胀压力；同时较好的服务需求也为经济增长提供支撑。4 月份欧元区 HICP 同比增速从前值 2.43% 进一步放缓至 2.38%，环比 0.59% 依然反映季节性因素的影响，预计将会在 5 至 7 月份明显回落。核心 HICP 同比从前值 2.95% 放缓至 2.67%，环比 0.71%。

图 12: 欧元区 20 国失业率保持在历史低位, 劳动市场偏紧



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 欧元区薪资仍偏高, 就业人数缓慢放缓 (%)

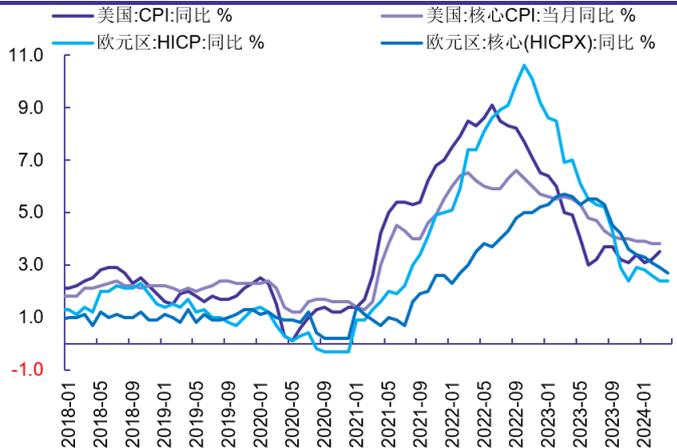


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从通胀结构上看, 食品和商品增速均在进一步缓和, 重要能源项目保持负增长但降幅收窄, 包括住宿餐饮、医疗、教育等服务项增速仍然偏高, 租金增速依然处于较高水平但对通胀拉动率有限。具体来看, 对通胀形成向上压力的包括非酒精饮料、烟草、房租、住宅维护护理和杂项, 医疗服务、教育、住宿和餐饮, 总权重约占 HICP 的 38% 左右且基本保持下降, 符合欧央行认为通胀进一步走低的趋势可以延续的判断。商品方面, 汽车、服装、家具等重要项目增速均持续下行; 服务方面, 房租仍处在 2.8% 左右的偏高位置, 住宿和餐饮服务价格小幅缓和至 5.3% 左右, 仅医疗服务有上升趋势 (门诊 2.9%, 医院 4.5%)。相比于美国 CPI, 欧元区 HICP 对于居住成本的权重更加合理, 租金仅为 5.7% 左右, 考虑维修和其他杂项后也仅有 9.1%, 显著低于美国 CPI 中 35% 的权重; 因此, 尽管房租价格存在一定粘性, 却并不阻碍欧元区通胀整体回落的方向。

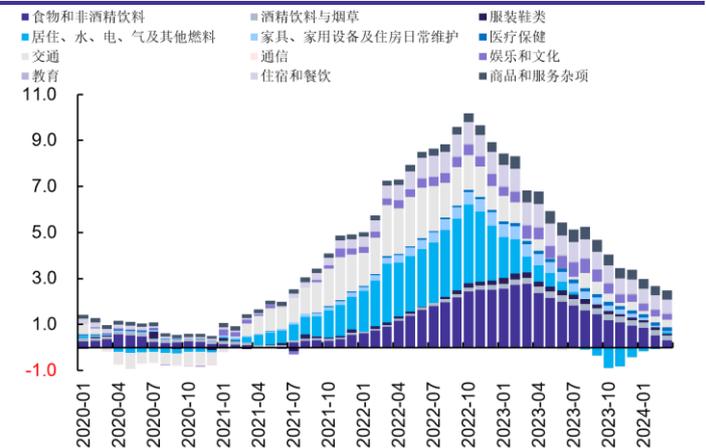
通胀不易成为欧央行降息的主要掣肘因素, 取而代之的两个主要变量将是经济增长压力和美欧利差的幅度。目前, 在美联储等待二季度通胀和劳动数据确认价格压力是否可以重归缓和的情况下, 欧央行官员们对下半年的降息计划并没有进一步的表述; 不过在“弱经济+低通胀”组合下, 欧元区降息不仅快于美联储, 幅度也会更大 (75BP)。

图 14: 欧元区通胀下行比美国更加顺利, 较低的租金权重有贡献



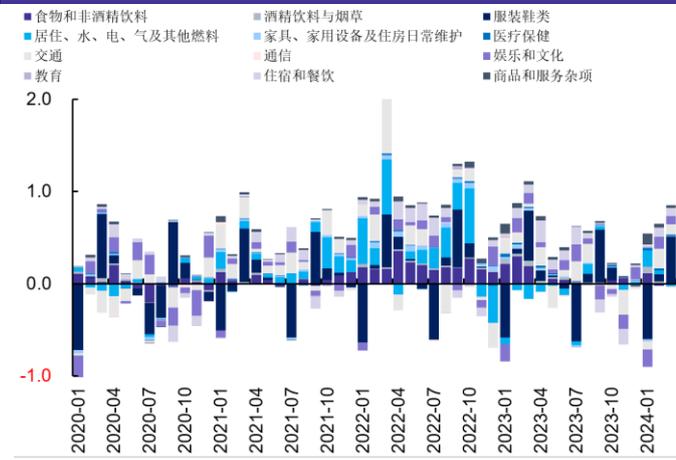
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 欧元区 HICP 同比增速分解 (%)



资料来源: Wind, ECB, 中国银河证券研究院

图 16: 欧元区 HICP 环比增速分解 (%)



资料来源: Wind, ECB, 中国银河证券研究院

图 17: 居住成本相关项目对 HICP 拉动较小

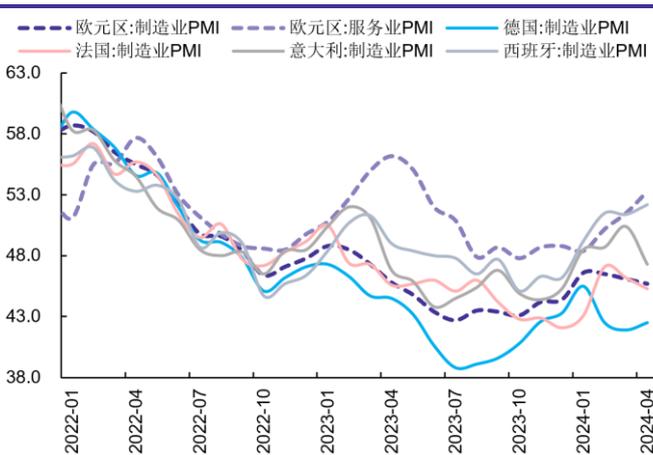


资料来源: ECB, 中国银河证券研究院

(三) 欧元区制造业表现继续疲软，服务托举下一季度增长好于预期

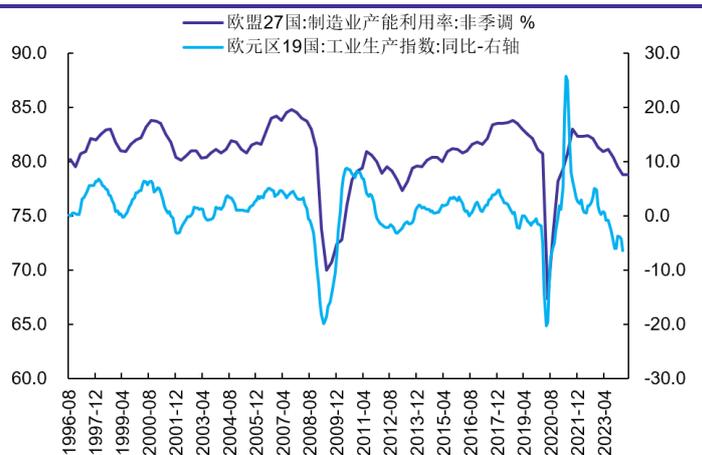
经济方面，欧元区一季度 GDP 环比增长 0.3%，强于预期；环比折年率为 1.3%，较前值 -0.2% 有所改善。同时，2023 年四季度环比增长数据下修至 -0.1%，连续两个季度的负增长意味着欧元区在 2023 年下半年已经经历技术性衰退。从一季度表现来看，德国环比这年增长 0.9%，摆脱了上季度 2.0% 的负增长，意大利和法国也均有边际改善。尽管细项还未公布，但预计居民消费、资本形成和净出口都有所回升。结合 PMI 来看，欧元区近期综合 PMI 的回升主要是服务业持续恢复的贡献，制造业仍然疲弱。在欧元区赤字率 2.9%、年中开始降息的假设下，2024 年达成 3 月展望中 0.6% 的经济增速希望较高。

图 18: 欧元区服务业 PMI 持续改善，制造业再度下滑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 欧洲工业生产和产能利用率指数仍在历史最低位

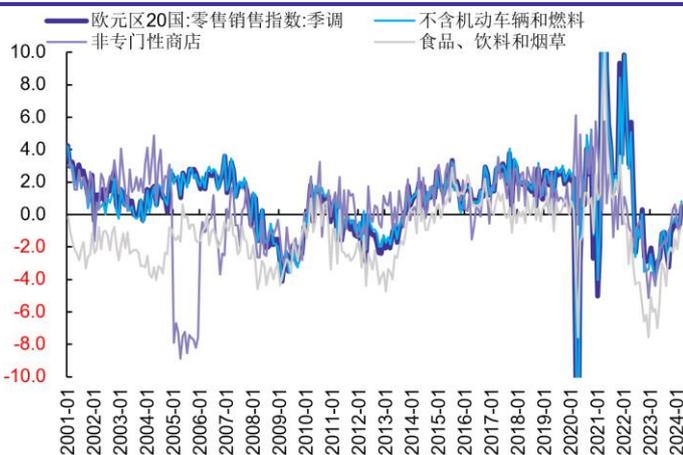


资料来源: ECB, 中国银河证券研究院

具体来看，欧元区制造业仍在底部，消费边际改善。4 月欧元区制造业 PMI 进一步下滑至 45.7（前值 46.1），德国制造业 PMI 略回升至 42.5（前值 41.9），法国下行至 45.3

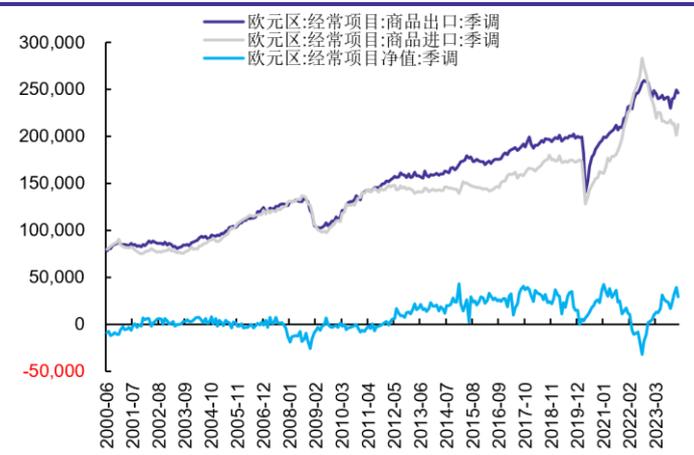
(前值 46.2)。其工业生产指数和产能利用率均处于 2008 年以来的最低位，暂无回升迹象；工业信心指数和经济景气指数也还在降低。不过，服务业需求和不弱的工资增速对消费形成支撑，一方面消费者信心指数延续从底部回升的态势，另一方面零售销售指数也在继续改善：其 3 月同比增速回升至 0.51%，结束了连续 17 个月负增长的局面，环比增 0.8%。居民消费的底部回升可以支持欧元区经济温和回复。进出口方面，2 月商品出口同比降低 0.86%，商品进口同比负增长 8.67%，出口的回落与制造业的低迷相关，而进口方面除了价格降低外也反映消费动力依然不足。在外部影响和产业变革阶段，高利率使欧元区的消费和投资持续承压，增长低迷，这一情况可能在年中降息出现后有所改善。

图 20: 欧元区零售销售指数同比延续负增长，暗示经济较弱



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 欧元区 1 月出口上行，进口下滑反映内需疲弱 (百万欧元)



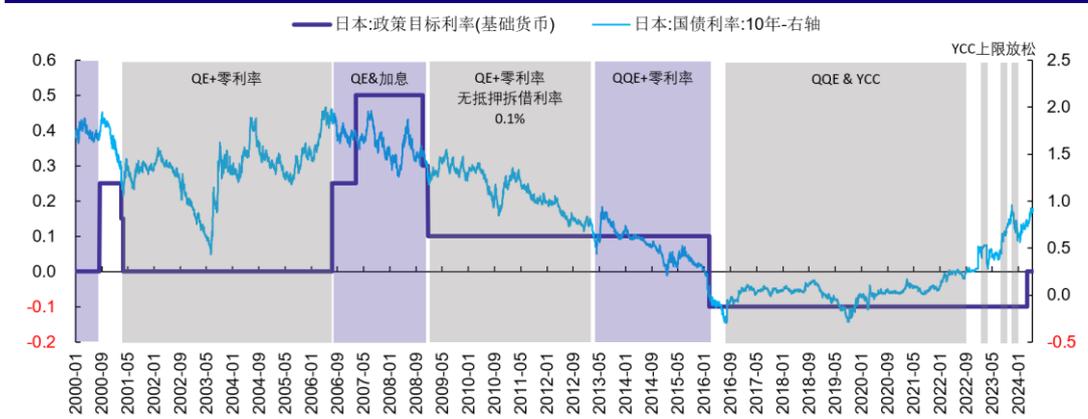
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

日本：汇率导致干预并牵动日央行，经济温和恢复

(一) 日元贬值终引发干预，货币政策开始考虑汇率影响

日央行在 4 月会议上 (1) 维持利率不变，(2) 没有缩减购债规模，(3) 在纪要中认为日元贬值可能会加大通胀压力，但发布会中行长确认贬值对通胀趋势的影响尚在可忽视范围内。因此，市场理解日央行的姿态依然相对偏鸽，日元短期的弱势不易改变。一方面较低的日元汇率利于出口和旅游等支持经济恢复，另一方面巨大的美日利差短期仍难以弥合，这也成为日元兑美元汇率保持低位的基础。

图 22: 日央行 4 月维持利率不变, 态度仍偏鸽 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

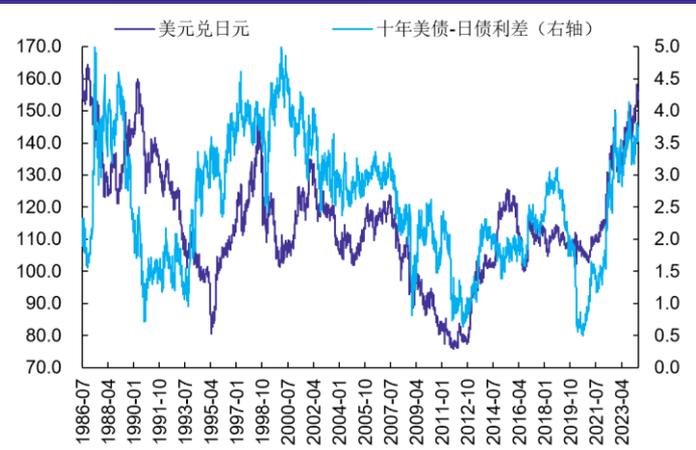
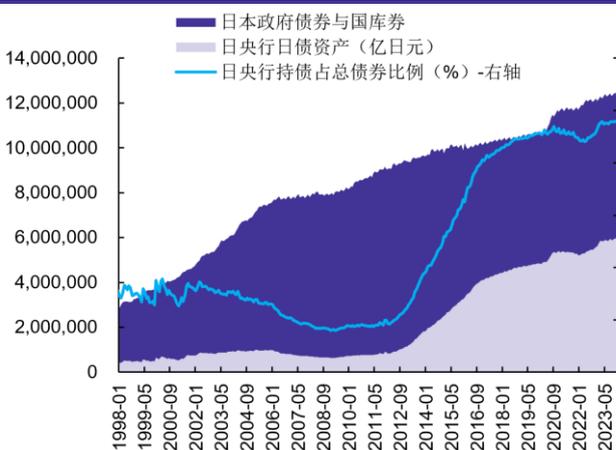
在市场进一步交易日元贬值, 美元兑日元汇率逼近 160 后, 日本当局终于在 4 月末进行了两次短期成效明显, 但中期成果有限的汇率干预 (尽管口头干预的预期引导 3 月 27 就已开始, 但并未见到成效)。尽管财务省还未披露外汇干预的规模, 市场怀疑本次干预总规模接近 600 亿美元。干预后, 日元短期升值明显, 4 月 29 日降至 156.3080, 5 月 1 日收 154.5357。虽然短期干预见效, 但财务省和日央行依然没有扭转中期日元疲弱的趋势, 5 月 6 日起日元再度连续小幅贬值, 核心原因依然是偏鸽的日央行和美日利差。

在汇率干预未能扭转日元弱势后, 日央行行长植田和男于 5 月 9 日进行了稍显鹰派的预期引导: 其表示如果外汇波动或者其他风险影响通胀趋势, 日央行需要用货币政策应对, 并将审视近期疲软的日元以指导货币政策。此前, 市场普遍预期日央行在审慎观察后将将于 10 月进行年内第二次加息, 但汇率问题使 6、7 月加息的预期有所回升。

目前来看, 如果财务省的干预和日央行暗示的“加息威胁”可以阻止进一步贬值预期的形成, 那么在经济增速偏弱、通胀预测稍有提升的情况下, 日央行依然不会选择在年中加息。首先, 即使小幅加息, 巨大的美日利差也不会显著收窄, 美国经济表现也强于日本, 可能依然难以扭转汇率弱势; 其次, 利率升高也会加大日本经济压力并影响良性“薪资物价”循环的形成。不过, 如果市场的日元贬值预期进一步加强, 那么仅靠外汇干预难以为继, 因此不能排除日央行年中加息的风险, 需要密切关注日元走势。

图 23: 日本央行近期并没有明显降低购债规模, 紧缩并不实质

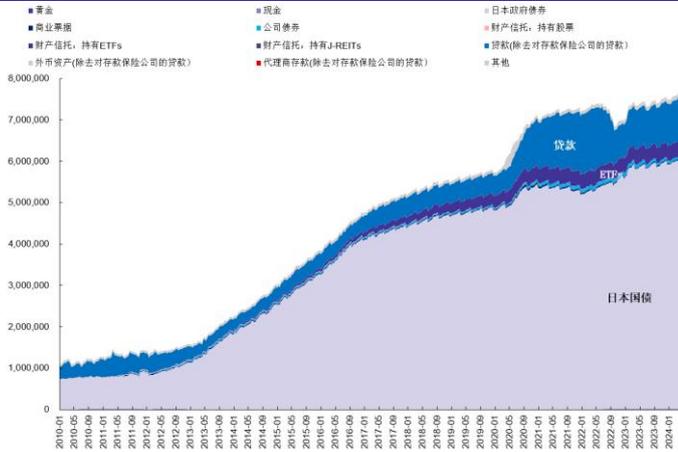
图 24: 巨大的美日利差还是日元贬值的核心因素 (%) -右轴



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

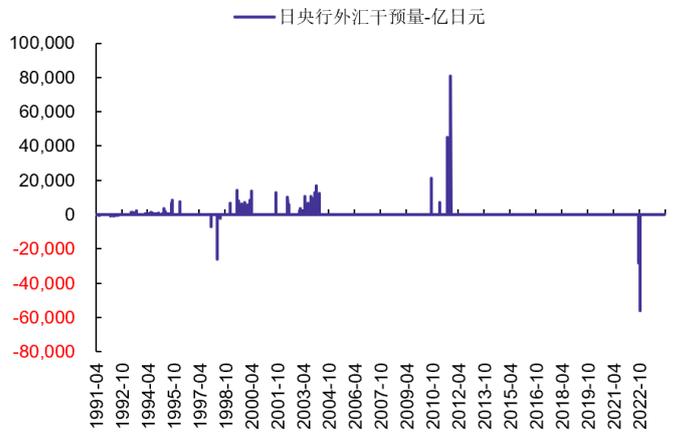
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25：日本央资产表延续稳定扩张（亿日元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 26：财务省和日央行尚未披露 4 月外汇干预的数额

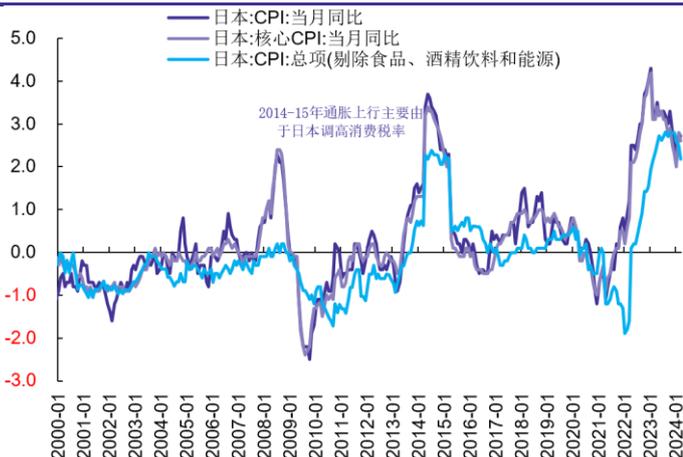


资料来源：Fred，中国银河证券研究院

（二）经济温和恢复，良性“薪资-物价”循环希望抬升

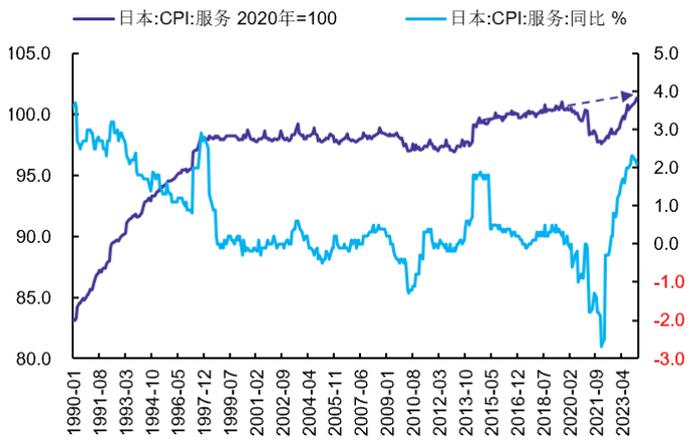
经济方面，日央行在 4 月展望中下调了经济预测，上调了名义 CPI 预测，整体上判断日本经济还在以高于潜在增速的势头恢复，通胀也将在薪资的支撑下接近目标。具体来看，日央行将 2024 年 GDP 增速从 1 月 1.2% 的预测下调至 0.8%，体现私人消费的下行，2025 和 2026 年则维持 1.0% 不变，均高于 0.7% 的潜在增速预测；这意味着在薪资上涨构成的良性循环和生产力改善的支持下，潜在增速可能向 1.0% 的上限靠拢。

图 27：日本通胀仍在向 2% 靠近（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 28：日本服务通胀的可持续性进一步得到验证



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

通胀方面，2024 年的名义 CPI 预测从前值 2.4% 上调至 2.8%，部分反映原油价格上涨的影响和政府控通胀政策的退坡，去除能源和食品 CPI 的预测保持 1.9% 不变。整体上，日央行判断通胀会在中长期向 2% 靠近，而通胀数据也没有偏离预计的路径。3 月日本 CPI 同比增速为 2.7%，去除食品和通胀的核心部分增 2.2%，商品整体增 3.3%，而服务为 2.1%。

从分项上看，增速偏高的项目有食品、家具和家用器具、交通与通信和文娱娱乐等，除了文娱娱乐价格增速加快外，其他都在向 2% 逐步下行。从服务通胀整体的表现来看，其增长斜率回到疫情前（2014–2019 年）的水平，未来在实际薪资增速提升的推动下应可以维持在 2% 左右。

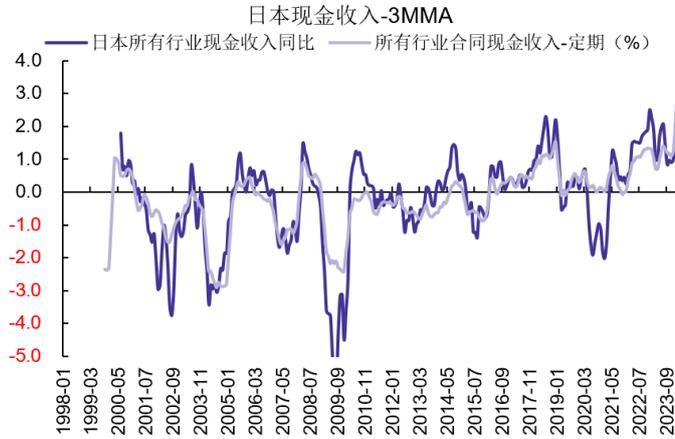
图 29：日央行 4 月经济展望调低 2024 年经济增速，调高通胀增速

y/y % chg.			
	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) CPI (all items less fresh food and energy)
Fiscal 2023	+1.3 to +1.4 [+1.3]	+2.8	+3.9
Forecasts made in January 2024	+1.6 to +1.9 [+1.8]	+2.8 to +2.9 [+2.8]	+3.7 to +3.9 [+3.8]
Fiscal 2024	+0.7 to +1.0 [+0.8]	+2.6 to +3.0 [+2.8]	+1.7 to +2.1 [+1.9]
Forecasts made in January 2024	+1.0 to +1.2 [+1.2]	+2.2 to +2.5 [+2.4]	+1.6 to +2.1 [+1.9]
Fiscal 2025	+0.8 to +1.1 [+1.0]	+1.7 to +2.1 [+1.9]	+1.8 to +2.0 [+1.9]
Forecasts made in January 2024	+1.0 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +1.9 [+1.8]	+1.8 to +2.0 [+1.9]
Fiscal 2026	+0.8 to +1.0 [+1.0]	+1.6 to +2.0 [+1.9]	+1.9 to +2.1 [+2.1]

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

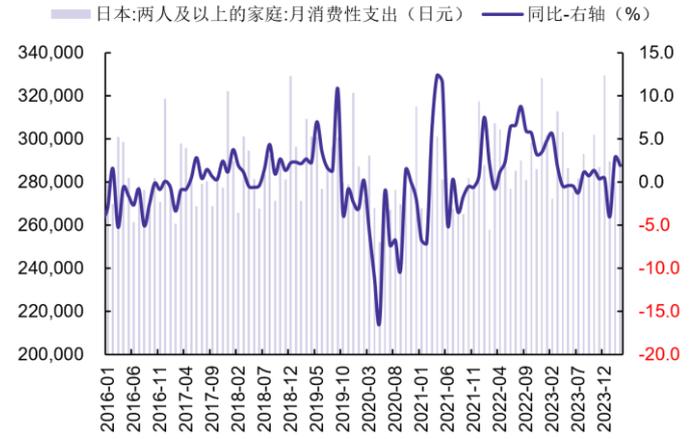
薪资的演变方向也较为乐观，利于消费恢复和通胀中长期中枢提升。不仅春斗薪资增速超过预期，日本所有行业现金收入同比增速在 3 月从前值 2.8% 升至 3.5%，明显高于通胀。日央行曾在此前表示 2% 的通胀目标需要行业合同现金收入增速在 3% 左右，这一条件在一季度已经初步达成，如果后续势头可以维持，那么达成通胀目标的难度不大。同时，3 月实际薪资增速也开始正增长，这将帮助日本消费，特别是服务消费的温和恢复。消费方面，日本消费者信心指数整体趋于改善，4 月为 38.3，依然低于疫情前 41.8 的均值。不过，家庭消费支出改善较为有限，3 月同比增速降低至 1.9%，还未超过疫情前低通胀时期的水平，实际薪资的改善需要更长时间显现。3 月商业零售销售额同比增速也降至 1.2%，低于前期表现。总体上，消费数据偏弱也是导致日央行下调 2024 年经济增速预测和重要原因。

图 30: 日本现金收入开始反映进一步涨薪, 信号乐观



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 31: 日本居民消费表现仍偏弱



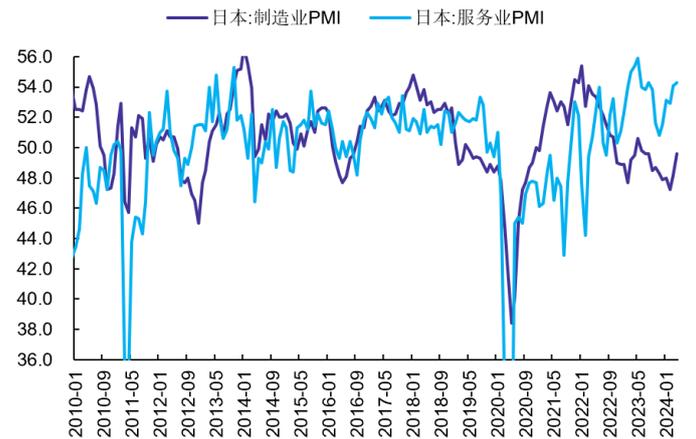
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 32: 日本消费者信心维持改善趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 33: 日本制造业和服务业 PMI 年内延续回升 (%)



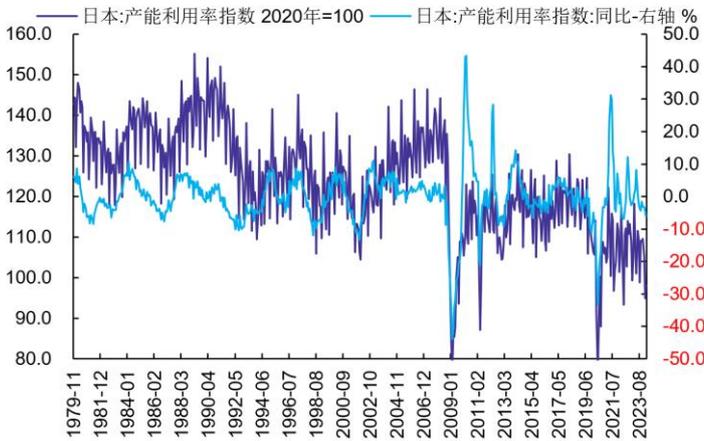
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从 PMI 来看, 在较为宽松的货币政策和低汇率的支持下, 日本的制造和服务业都继续改善。4 月制造业 PMI 上升至 49.6% (前值 48.2%), 服务业 PMI 上升至 54.3% (前值 54.1%), 基本延续服务业持续扩张, 制造业底部改善的格局。金融条件和汇率依然有利于制造业出口和企业本土投资。日本 4 月产能利用率指数同比增速下行至 -6.2%, 为近年低点, 工业表现有待回升。出口方面, 日本美元计价的出口同比增速 3 月放缓至 7.3%, 对中国、美国和欧盟同比出口增速分别为 1.7%, -2.0%和-6.9%, 对中国出口的环比增速改善明显。尽管外需改善幅度有限, 但日本出口增速依然保持正增长, 一定程度上受益于低汇率。

总体上, 日本经济虽然面临一定来自私人消费增长偏慢的阻力, 但延续了改善势头; 作为核心变量的薪资不仅支撑通胀, 也利于消费在未来转好, 在较宽松的金融环境下促使经济温和增长。日股方面, 日央行加息后日经 225 指数从 41000 点回落企稳至 38000 点左右。虽然基本面缓步改善的方向逐渐明朗, 利润增速和分红也提供支撑, 但汇率压力引发货币政策的提前调整需要警惕, 这也是近期日元贬值、日股上涨逻辑被打破的原因之一,

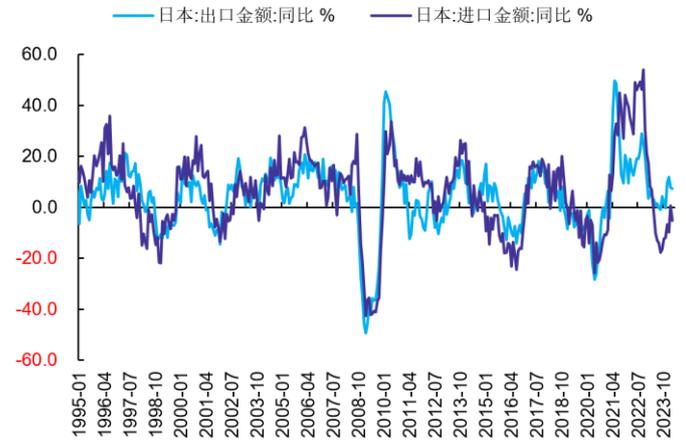
在货币政策的态度进一步明朗前，日股短期可能延续震荡。

图 34：日本产能利用率指数还在低位



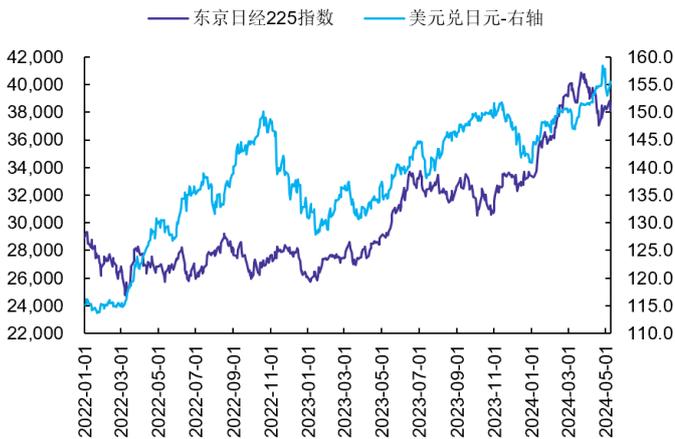
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 35：日本进出口金额增速改善



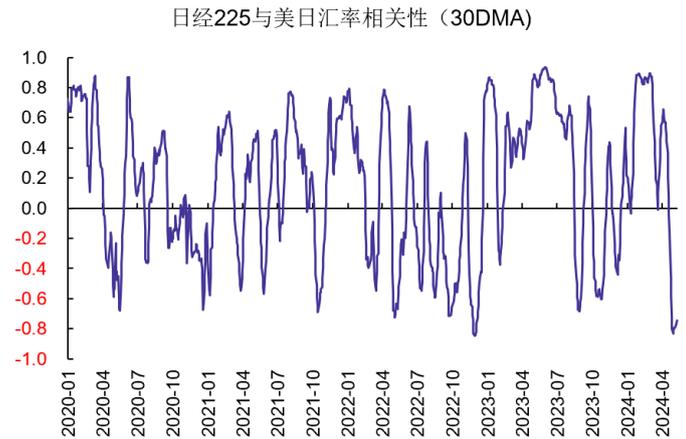
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 36：日经上涨与日元贬值存在相关性，但近期扭转



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 37：日元贬值近期对应日股下跌，货币政策调整可能也是担忧



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn