

# 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 吴起睿 张润锋

## “樱花之国”日本概览、 动态及展望

### 阅读摘要

日本是世界第4大经济体，服务业占主导、多个工业领域具备较强竞争优势，消费是经济增长最主要驱动力，为应对资产负债表衰退压力、政府接替居民和企业加杠杆提振经济。政府积极推动以提振资本市场交投活跃性为导向的资本市场制度改革，推动设立资产管理特区以竞争资产管理行业发展机遇，中日资本市场合作逐步升级。日本立法、行政、司法三权分立，外交以美日同盟为基轴，科技政策体系完备、专利数量、研发支出等居前，但金融科技发展偏缓；面临老龄化、少子化等长期挑战，积极引进外国劳动力。

日本出口以运输设备、机械产品为主，进口以食品、能源及电气机械为主，对美国、中国、欧盟出口占比近一半，自中国、东盟、中东进口占比近一半。对中国内地出口集中于先进制造业产品，自内地进口品类分布较广；对中国香港出口以杂项产品、电气机械为主。外商对日直接投资以股权投资及收益再投资为主。中日双边投资近年稳步增长，在日中资企业集中于金融、运输等行业。

受益于欧美央行货币政策转向、全球制造业周期向上、日本政府积极改革推动，2024年日本经济有望实现接近1%的温和复苏、低于2023年的1.9%。日央行料年内加息一次，面对汇率走弱压力，若二三季度消费改善符合预期，最快或在7月加息一次。短期内，日元大概率延续弱势震荡、但进一步明显走弱空间不大，债券收益率大幅上行空间亦不大，股市或仍有温和上行空间。

欧美央行政策转向、全球制造业周期向上，提振日本经济持续复苏动能，货币政策正常化推动收益率曲线变陡将带动日本银行净息差走阔、提振日本银行盈利能力。仍需持续关注日本经济持续复苏的不确定性，以及银行业交易性金融资产或因利率上行面临一定估值损失的压力。

# “樱花之国”日本概览、动态及展望

## 一、基于 PEST 框架的日本国别概览

日本地处亚欧大陆以东，东临太平洋，西隔东海、黄海、朝鲜海峡、日本海，与中国、朝鲜、韩国、俄罗斯相望。日本陆地面积为 37.8 万平方公里，由本州、四国、九州和北海道 4 个大岛及 6,800 多个小岛组成，呈东北向西南延伸的弧形岛链状。日本属海洋性温带季风气候，四季分明，南北差异较大。1 月平均气温北部-6 摄氏度，南部 16 摄氏度；7 月北部 17 摄氏度，南部 28 摄氏度。

日本全国划分为 1 都（东京都）、1 道（北海道）、2 府（大阪府、京都府）、43 县，下设市、町、村。都、道、府、县是平行的行政区，直属中央政府，但各都、道、府、县都拥有自治权。首都东京是日本的政治、经济、文化中心，其他经济中心城市还有大阪、名古屋、横滨、神户等。

### **（一）政治环境（Politics）：立法、行政、司法三权分立，外交以美日同盟为基轴**

日本实行立法、行政、司法三权分立。天皇为国家象征，但不参与国政。国会是最高权力和唯一立法机关，内阁为最高行政机关，对国会负责，首相（亦称内阁总理大臣）由国会选举产生，天皇任命。

**日本国会由众议院和参议院组成，为最高权力机关和唯一立法机关，两院议员均从国民中选举产生。众议院有 465**

个议席，议员的任期为4年。参议院有248个议席，议员任期6年，每3年改选半数议员，不得中途解散。众议院权力大于参议院，如参议院对众议院已通过法律做不同决议，众议院再次以出席议员2/3以上的多数通过，即成法律。众议院有权对内阁提不信任案或否决信任票，但首相可建议天皇宣布解散众议院。现任众议院议长额贺福志郎、参议院议长尾辻秀久。

**内阁为最高行政机关，对国会负责，由首相和分管各省厅（部委）大臣组成。**首相由国会提名，天皇任命。其他内阁成员由首相任免，天皇确认。现任内阁成员共19人，其中首相为岸田文雄，其余成员分别为内阁官房长官、总务大臣、法务大臣、财务大臣、外务大臣等<sup>1</sup>。与此前安倍内阁以“三支箭”为核心、旨在刺激经济从长期通缩泥潭中走出的总量政策相比，岸田内阁政策对此前收入分配不均、气候问题等进行调整，力图实现兼顾增长与分配的日式“新资本主义”，政策的结构性特点更为突出。

**司法权属于最高法院及下属各级法院，采用“四级三审制”。**最高法院为终审法院，审理违宪和其他重大案件。高等法院负责二审，全国共设八所。各都、道、府、县均设地方法院一所（北海道设四所），负责一审。全国各地还设有简易法院和家庭法院，负责民事及不超过罚款刑罚的刑事讼

---

<sup>1</sup> 现任大臣分别为：内阁官房长官林芳正、总务大臣松本刚明、法务大臣小泉龙司、财务大臣铃木俊一、外务大臣上川阳子、文部科学大臣盛山正仁、厚生劳动大臣武见敬三、农林水产大臣坂本哲志、经济产业大臣斋藤健、国土交通大臣齐藤铁夫、环境大臣伊藤信太郎、防卫大臣木原稔、数字化大臣河野太郎、复兴大臣土屋品子、国家公安委员长兼领土问题担当大臣松村祥史、儿童政策担当大臣加藤鲇子、经济再生担当大臣新藤义孝、经济安保担当大臣高市早苗、冲绳和北方领土兼地方创生担当大臣自见英子。

诉。现任最高法院长官户仓三郎。检察机关与四级法院相对应，均称检察厅，分最高、高等、地方、区（镇）检察厅。检察官分为检事总长（总检察长）、次长检事、检事长（高等检察厅长）、检事（地方检察厅长称检事正）、副检事等。检事长以上官员由内阁任命。法务大臣对检事总长有指挥权。现任检事总长甲斐行夫。

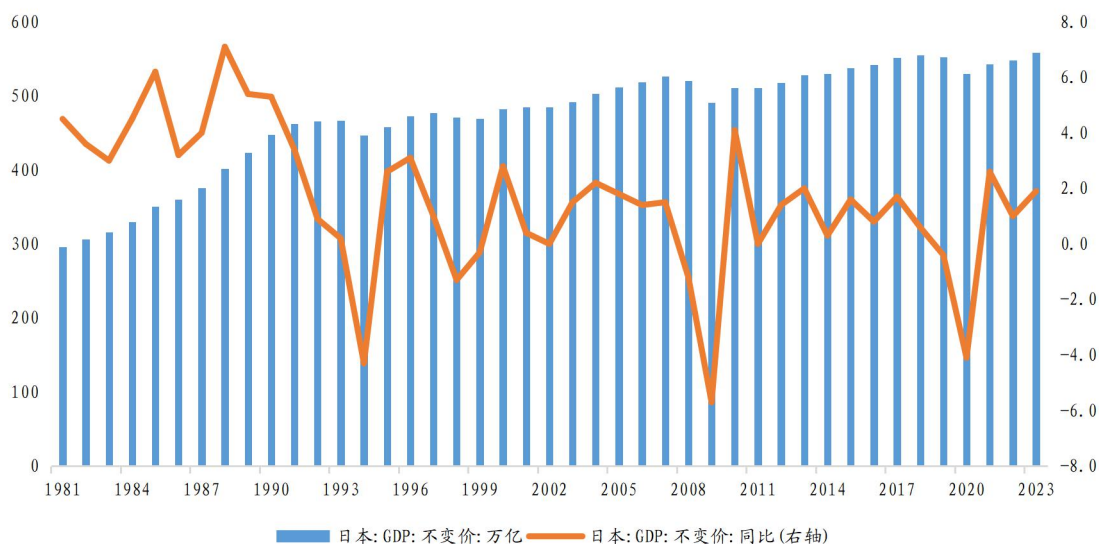
**日本外交以美日同盟为基轴，重视多边协调。**岸田内阁执政以来，日本外交政策逐步淡化此前安倍政府的平衡外交策略，强化美日同盟基轴。2024年4月，岸田在访美期间发表演讲，强调持续强化美日同盟关系的重要性。美日双方敲定大约70项防务合作协议，涵盖联合生产武器、开发新的反导防御系统、联手加速核聚变研发以及日本加入美国登月计划等多个领域，特别是，包括重组驻日美军司令部。

**（二）经济环境（Economy）：世界第4大经济体，服务业占主导、多个工业产业具备较强竞争优势，以消费为主体，投资、政府支出均为重要增长极**

**全球第4大经济体，经济增长经历“腾飞-停滞-重振”过程。**根据国际货币基金组织数据，2023年日本GDP为4.2万亿美元，被德国（4.5万亿美元）反超，日本经济总量在全球的排名从世界第三跌至第四位。八十年代至泡沫破裂前（1981-1990年）日本经济增速中枢高达4.7%；1991-2011年因股市、房市泡沫破裂，经济陷入资产负债表衰退，增长中枢仅为0.7%，外界称之为“失去的二十年”；2012年，安

倍晋三再度出任日本首相后拉开“安倍经济学”序幕，在一系列宽松政策刺激下，2012年-2019年（疫情前）增长中枢略回升至1.0%（见图表1），2023年日本GDP增长1.9%。

图表 1：1981-2023 年日本 GDP 及其增速变化（来源为日本内阁府，单位为日元）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**服务业占主导、多个工业领域具备较强竞争优势。**日本服务业增加值占 GDP 比重最高、为 71.4%<sup>2</sup>。其中批发零售、房地产、医疗、专业技术行业产出占比较高。工业增加值占 GDP 比重次之、为 26.9%，多个工业领域具备较强竞争优势，如半导体、汽车、机器人、钢铁等产业。半导体产业方面，日本出口半导体设备占全球市场份额的 23.5%（2022 年），全球十大半导体设备公司日本占 4 家（东京电子、迪恩士、爱德万测试、日立高新），19 种半导体关键材料中日本有 14 种市场占有率过半<sup>3</sup>。汽车产业方面，日本是汽车生产大国，日本新车总销量约为 420 万辆（2022 年），其中丰田集团汽

<sup>2</sup> 2022 年数据。

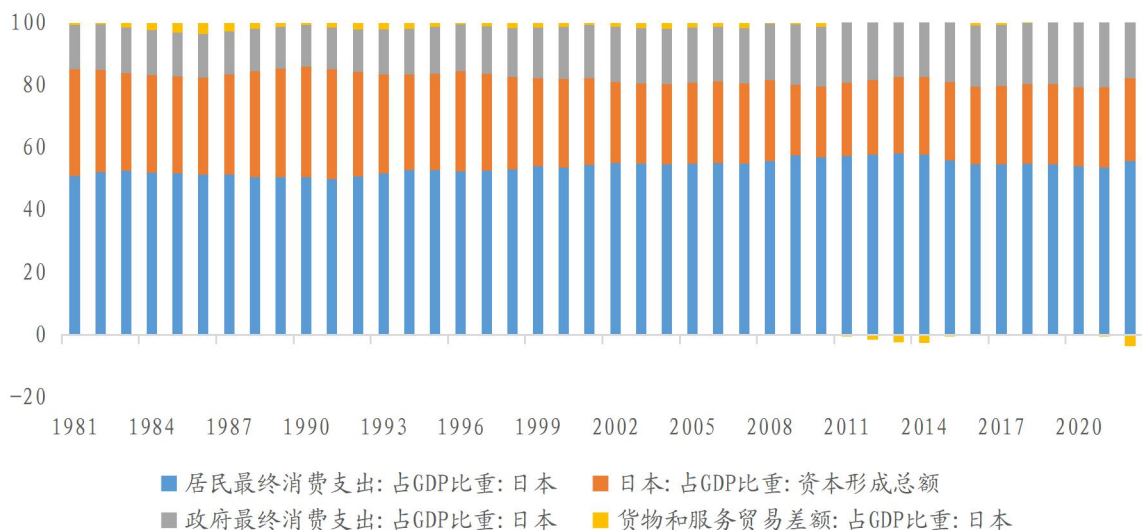
<sup>3</sup> 数据来源为广东省东莞市商务局《日本贸易指南（2023 年）》，详见链接 <http://dgboc.dg.gov.cn/attachment/0/231/231578/4134154.pdf>。

车销量连续 3 年排在全球首位，本田、日产等公司也位居全球前列。机器人产业方面，日本是全球第一大工业机器人制造国，占全球供应量的 45%。钢铁产业方面，世界钢铁协会数据显示，2022 年日本粗钢产量 8,920 万吨、排名世界第三，仅次于中国和印度。农业增加值占 GDP 比重最低、仅为 1.0%。本土农业自给率较低，小麦等粮食对外依存度较高。截至 2022 年，日本综合粮食自给率仅为 58%，其中小麦、油脂类、鱼类、牲畜自给率不足一半，仅为 17%、30%、41%、47%<sup>4</sup>。

**私人消费是经济增长主要驱动力，为应对资产负债表衰退压力、政府接替居民和企业加杠杆。**私人消费占 GDP 比重自 1976 年起常年过半，2022 年该比例为 55.6%；投资为第二大拉动项，1998 年之前占比逾三成，此后回落至 26%左右、2022 年该比例为 26.6%；净出口对 GDP 影响较小，2019 年以来持续负向拉动。特别地，泡沫破裂后，为对抗资产负债表衰退引起的私人部门需求不足问题，政府接替居民及企业部门加杠杆，政府支出占 GDP 的占比自 1991 年的 13.4%持续增长，至 2011 年达到约 20%的水平，2022 年占比为 21.6%、已接近私人投资。政府债务负担随之持续提升，一般政府总债务占 GDP 比重自 1991 年的 68.8%增长至 2011 年的 231.6%，2023 年更增至 252.4%（见图表 2）。

<sup>4</sup> 数据来源为日本农林水产省的粮食自给率报告，详见链接 <https://www.maff.go.jp/j/zyukyu/zikyu-ritu/012.html>。

图表 2：日本消费、投资、政府支出、净出口占 GDP 比重变化（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**日元采用浮动汇率制，主银行制度为日本经济二战后高速发展发挥重要作用，日本经济持续低迷背景下银行业国际竞争力明显下降。**布雷顿森林体系结束后的 1973 年日元开始自由浮动，1998 年《外汇和外贸法》修订实施后，日本经常项目和资本项目下基本完全开放，日元汇率完全由市场决定。日元汇率大幅波动时，日本政府入市稳定币值，由日本财务大臣制定和执行日本的国际货币和金融政策，包括开展外汇市场操作以维持汇率稳定。日本主要商业银行为三菱 UFJ 银行、瑞穗银行、三井住友银行、理索纳银行 4 家城市银行，此外还有 13 家信托银行、17 家其他银行、56 家外国银行分行、99 家地方银行（包括 62 家地方银行及 37 家第二地方银行）<sup>5</sup>以及各信用金库。主银行制下，主要银行为二战后日本经济高速发展发挥重要作用，但

<sup>5</sup> 金融厅统计口径，截至 2024 年 2 月，详见链接 <https://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyo.html>。

伴随泡沫破灭后经济持续低迷，日本银行业国际竞争力随之明显下降。在最新的 2023 年度英国《银行家》排名中，按一级资本排名，最居前的三菱 UFJ 银行也仅位居第 14 位。

**日本发展形成了多层次、完善的资本市场体系，债券市场以公债为主，东京是亚洲地区重要的外汇交易中心。股市总市值超 6 万亿美元、高于香港。根据世界证券交易所联合会（WFE）数据，截至 2023 年底，东交所上市公司共 3,933 家、总市值达 6.1 万亿美元，其中电子、通信、运输行业市值最高。年初以来日股持续上行，截至 4 月末市值增至 6.3 万亿美元，高于港股的 4.1 万亿，但低于 A 股的 12.0 万亿<sup>6</sup>。债市以公债为主、是亚洲最大国际债券发行中心。根据国际清算银行最新调查数据，2023 年二季度末日本债市余额 12.8 万亿美元，其中国内债券余额 120,562 亿美元（以政府债券为主、余额为 89,007 亿美元，公司债券为辅、余额为 31,555 亿美元）、国际债券余额 7,252 亿美元（以美元、欧元计价债券为主，余额分别为 4,734 亿美元、1,245 亿美元）。日本在国际债券方面具备区域竞争力，同期香港国际债券余额仅为 2,234 亿美元、新加坡仅为 1,422 亿美元。日本是亚洲最重要的外汇交易中心。根据 2022 年国际清算银行最新的外汇及衍生工具市场成交额调查，日本以 4,325 亿美元的每日成交额位列第五（前四位分别是英国、美国、新加坡、香港，每日成交额分别为 37,547 亿美元、19,124 亿美元、9,295**

<sup>6</sup> 因 WFE 未更新中国内地市场 4 月数据，故此处沪深市值选取 wind 板块数据浏览器中全部 A 股数据。



亿美元、6,944 亿美元)。具体地，东京外汇市场主要交易币种为美元、日元及欧元。日本交易所集团在资本市场运营中居于中枢地位。下辖东京证券交易所、大阪交易所、东京商品交易所，以及 JPX 综研等相关服务机构(见图表 3)。其中，东京证券交易所（东交所）经营股票现货交易（主要市场、标准市场、增长市场）、债券市场（CB 市场，TOKYO PROBOND 市场），以及 ETF/ETN 市场、REIT 市场，大阪交易所及东京商品交易所经营金融衍生品市场（前者交易股票指数、个别股票、债券、贵金属、橡胶、农产品对应衍生品，后者交易能源衍生品）。

图表 3：日本交易所集团组织架构及功能



数据来源：日本交易所集团、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

政府积极推动资本市场制度改革，着力提振交投活跃度，

**中日资本市场合作持续升级。**受此前长期的通缩环境影响，日本家庭金融资产以现金及存款为主（截至2023年四季度，现金及存款占日本家庭金融资产的52.6%<sup>7</sup>），为鼓励家庭更多投资于股票、基金等金融资产，一方面，日本于2024年初开始实行新的小额投资免税计划（新NISA），在四方面做出改革：（1）投资额度：单年度投资限额从120万日元（约合人民币6万元）扩大至360万日元（约合人民币18万元）；（2）免税额度：个人终身免税限额从600万日元（约合人民币30万元）提至1,800万日元（约合人民币90万元）；（3）免税期限：取消5年投资免税期，改为永久免税；（4）制度期限：旧NISA于2023年底到期，新NISA自2024年初生效后永久化。另一方面，东京交易所于2023年3月发布通知，要求所有上市公司制定政策，提高盈利能力、长期回报率和估值水平。交易所要求上市公司制定和发布“对资本成本和股价的管理措施”等，特别地，东京证交所要求市净率低于1倍的公司披露并就提升股价实施改善措施（主要动因为彼时日经225成分股中，约一半的股票为破净股，比例远高于美国等发达市场）。中日资本市场合作逐步升级。2019年6月，东京证券交易所已启动和上海证券交易所的ETF互联互通。首批4只中方产品和首批4只日方产品分别在上海证券交易所和东京证券交易所上市交易。目前内地可投资日

<sup>7</sup> 详见链接

<https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.boj.or.jp%2Fen%2Fstatistics%2Fs%2Fsjlong.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK>, Financial assets and liabilities held by households 部分。

股的场内基金共有 5 只<sup>8</sup>、可投资日股的场外基金共有 2 只<sup>9</sup>。

**政府高度重视资产管理行业发展，大阪等地积极推动设立资产管理特区。**日本政府于 2023 年 12 月宣布“资产运用立国实现计划”，拟通过提高金融机构对资产管理领域的参与率（如鼓励银行等金融机构销售适合客户的金融产品）、提升金融机构和资产所有者的运营能力（如拟加强信息披露等）、养老金改革（如拟在企业年金联合会的带领下推动年金共同管理，为小规模企业提供服务）三方面，提升日本在资产管理领域的竞争力，从而吸引海外资本。**推动设立资产管理特区。**2023 年 9 月 21 日，日本首相岸田文雄提出鼓励外国投资机构在日开展资产管理业务，通过设立资产管理特区，简化与资产管理相关的法规或操作，并通过仅用英语就能办理行政手续等措施改善赴日展业人员的工作环境。具体地，2024 年 2 月，大阪府率先公布了由政府指定金融和资产管理特区的提案细节，包括为海外投资者设立签证和改革行政程序等 30 个项目，尤其是 3 年内对大阪府内成长产业投资超过 1.2 亿日元（折合人民币约 575 万）可获得有永久居住权的投资者签证。东京、札幌、福冈等地也有序推进相关事宜。

### **（三）社会文化环境（Society）：老龄化、少子化是长期挑战，政府积极引进外国劳动力**

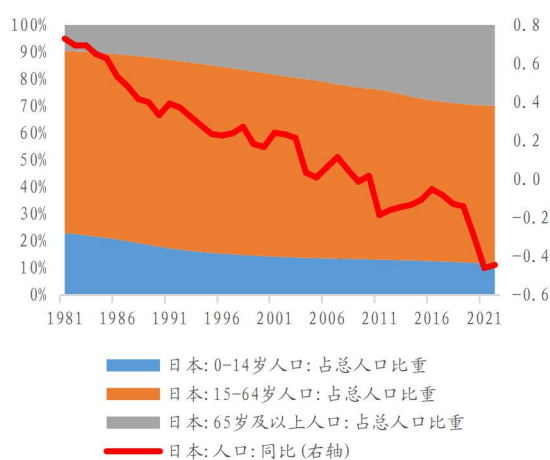
2022 年日本总人口 1.25 亿人，主要民族为大和族，北

<sup>8</sup> 分别为易方达日兴资管日经 225ETF、华安三菱日联日经 225ETF、华夏野村日经 225ETF、工银大和日经 225ETF、南方顶峰东证指数 ETF。

<sup>9</sup> 分别为摩根日本精选股票、华安三菱日联日经 225ETF 联接。

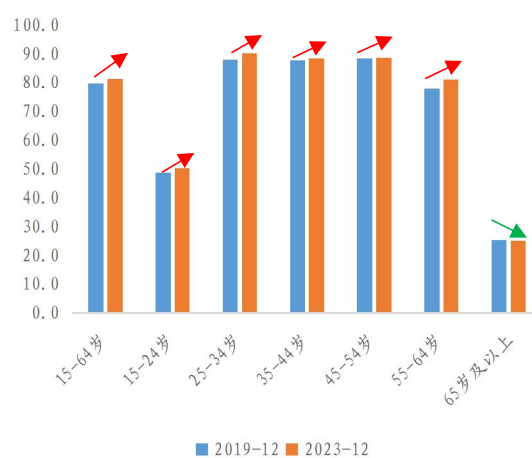
海道地区约有 1.3 万阿伊努族人。通用语言为日语，主要宗教为神道教和佛教。2022 年，日本 65 岁以上人口占比升至 29.9%，远高于 1981 年的 9.6%，而 0-14 岁人口占比自 1981 年的 22.9% 下滑至 11.6%。自 2011 年起，日本人口持续负增长，2022 年人口同比减少 0.4%（见图表 4）。老龄化、少子化造成的养老、医疗压力及劳动力紧缺是日本面临的长期问题。特别地，新冠疫情后因健康等原因，占比近三成的 65 岁以上人群劳动参与率下滑（自疫情前的 25.4% 下滑至 2023 年末的 25.2%，见图表 5）加剧劳动力紧缺，目前每一有效求职人数对应约 1.3 个有效岗位。

图表 4：日本人口增长率及结构变化



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：疫后日本 65 岁以上人群劳动参与率下滑



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

为应对劳动力不足的挑战，日本政府着力引进外国劳动力，主要有以下四种方式：（1）专业技术领域高端人才。按外国人入境及滞留性质设立 27 种在留资格审查制度，在某些领域具一定特长的外国人，如教育、艺术、研究、软件工程等，将作为高端人才积极引进。（2）特定技能居留者。企

业直接雇用外国劳动力将是日本劳务引进的主要渠道。设立“特定技能”在留资格。(3) 技能实习者。主要是指引进外国人研修/技能实习生，在传授职业技能的同时，从事农业、食品加工、缝纫等技术含量不高的工作。(4) 双向协议指定引进人员。指双边经济伙伴协定中规定的引入劳工，主要为护士、护理师，目前印尼和菲律宾已向日本派出少量人员。

#### **(四) 科技创新环境(Technology): 科技政策体系完备、专利数量、研发支出等居前, 但金融科技发展偏慢**

自 1995 年《科学技术基本法》出台后，日本逐渐形成了系统、独立、连续的科技政策体系。每 5 年制定一期《科学技术基本计划》，为推进科技创新发展提供基础指导，2021 年 3 月，政府审议通过《第六期科学技术创新基本计划》(2021-2025)，针对数字化、信息化迟缓等问题，提出**建设韧性社会、确保可持续发展、增强研究能力、强化终身学习等举措**<sup>10</sup>，并确定了八个重点投资领域（人工智能技术、生物技术、量子技术、材料、健康医疗、宇宙、海洋、食品和农林水产），政府与民间合作共同推进上述领域的战略性研发活动。

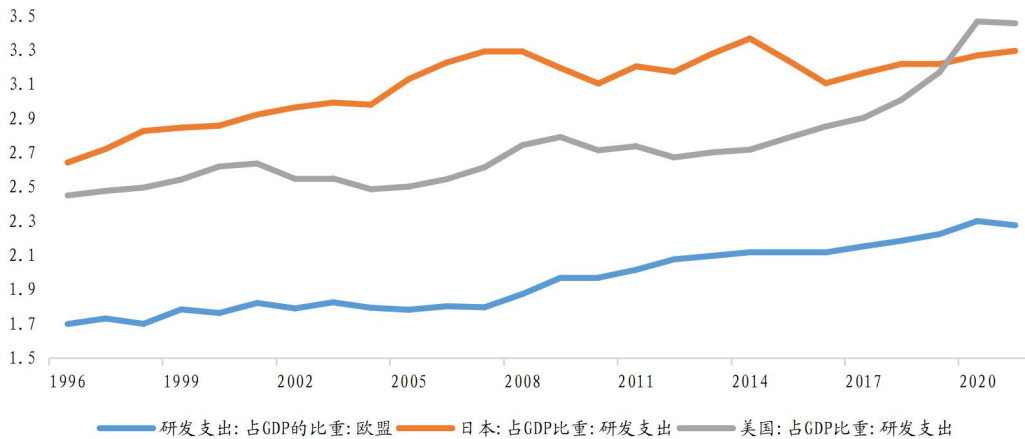
根据日本科学技术政策研究所（NISTEP）发布的《科学技术指标 2023》，日本专利数量、中高技术产业贸易收支比世界排名第一，研发经费、研究人员数量排名第三（仅次于中美两国），但论文数量、被引频次、商标申请数量等方面

---

<sup>10</sup> 详见链接 <https://www8.cao.go.jp/cstp/kihonkeikaku/6honbun.pdf>。

排名在第 5 至第 13 位<sup>11</sup>。日本研发支出占 GDP 的比重在 G3 中常年居于首位，2005 年以来均在 3% 以上，但 2020 年起被美国反超（见图表 6）。

图表 6：美国、欧盟、日本研发支出占 GDP 比重变化（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

日本金融科技发展偏慢，2018 年放松金融科技监管后发展提速。2018 年 6 月日本金融厅推出了监管沙盒计划，为金融科技创新提供了更为宽松的监管环境，12 月金融厅又发布了一份针对虚拟货币交易所和 ICO 活动的监管框架报告，宣布将放松对银行参与加密货币产业活动的相关限制。2022 年日本金融厅（FSA）发布“2022 事务年度金融行政方针”，提及将致力于支持金融科技发展。

## 二、中国（含香港）与日本经贸、投资合作情况

（一）日本对外经贸、投资合作：出口以运输设备、机械产品为主，进口以食品、能源及电气机械为主，外商对日直接投资以股权投资及收益再投资为主

<sup>11</sup> 详见链接 <https://www.nistep.go.jp/archives/56124>。

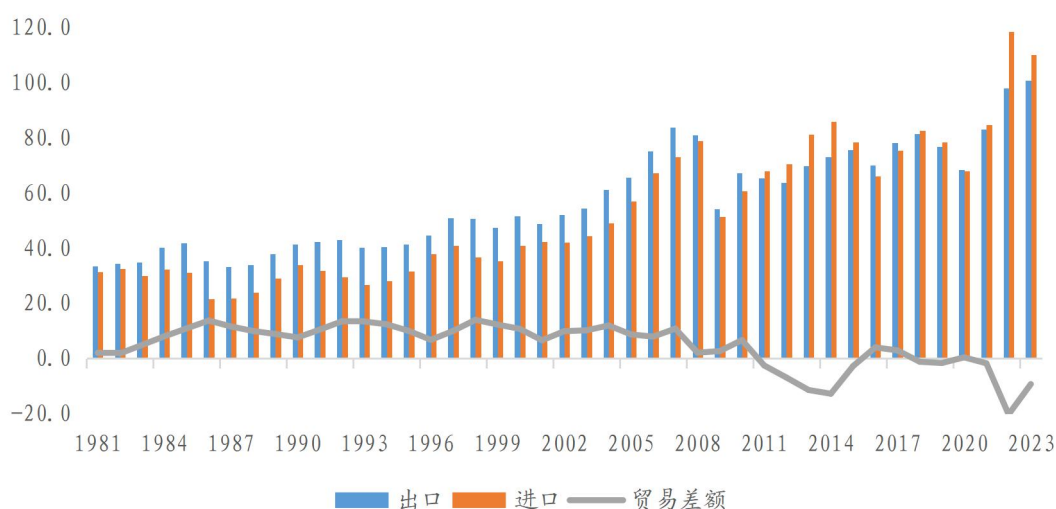


日本是世界贸易组织（WTO）、国际货币基金组织（IMF）、世界银行、经合组织、亚洲开发银行、亚太经合组织的成员，此外日本还是全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）、区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）成员国。与新加坡、墨西哥、马来西亚、智利、泰国、印尼、文莱、菲律宾、瑞士、印度、秘鲁、澳大利亚、蒙古、欧盟、美国、英国等国均签署了经济伙伴协定。

### 1. 贸易：出口以运输设备、机械产品为主；进口以食品、能源及电气机械为主。

从总量看，日本外贸在1980-2010年持续保持顺差，2011年起频繁出现逆差，2023年日本出口逆差自20.3万亿日元有所收窄至9.3万亿日元。2023年日本出口100.9万亿日元、进口110.2万亿日元<sup>12</sup>（见图表7）。

图表 7：日本进出口及贸易差额（万亿日元）



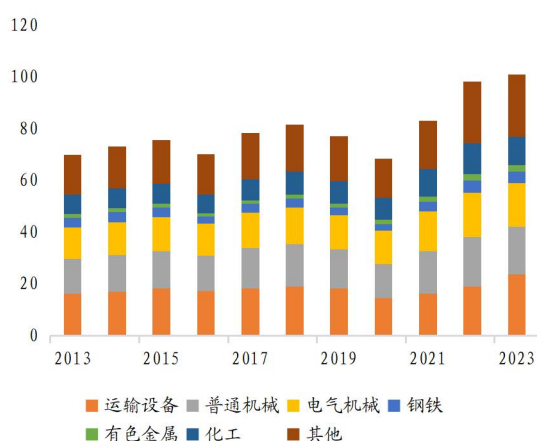
数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

分商品品类看，日本出口以运输设备、机械产品为主，

<sup>12</sup> 数据来源为财务省，仅包括货物贸易。

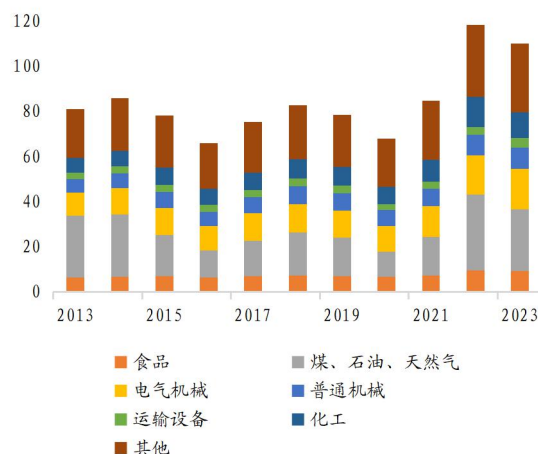
其中运输设备（以汽车为主）为份额最高的出口商品，2023年占日本总出口金额的23.4%，普通机械（18.3%）、电气机械（16.6%）也占据相当的出口份额。此外，化工（10.9%）、钢铁（4.5%）、有色金属（2.4%）也是重要的出口产品（见图表8）。进口以食品、能源及电气机械为主，三者合计占总进口金额的约一半。特别地，由于日本本土能源匮乏，能源依赖度较高，2023年煤、石油、天然气占日本总进口金额的24.8%（见图表9）。

图表8：日本出口主要商品（万亿日元）



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表9：日本进口主要商品（万亿日元）



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

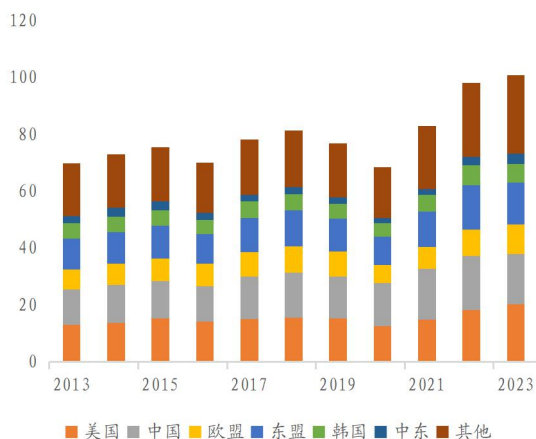
分贸易地区看，日本主要出口目的地为美国、中国、欧盟，近年出口至三地金额占总出口的近一半，此外还有相当部分出口至韩国等地（见图表10）。日本主要进口来源地为中国、东盟、中东，近年自三地进口金额占总进口的近一半。中国为日本最大的进口来源地，占日本总进口的24%左右；日本自中东进口占总进口的12%左右，以石油及石油产品<sup>13</sup>为

<sup>13</sup> 2023年日本自中东进口的石油及石油产品占日本自中东进口金额的90.6%。



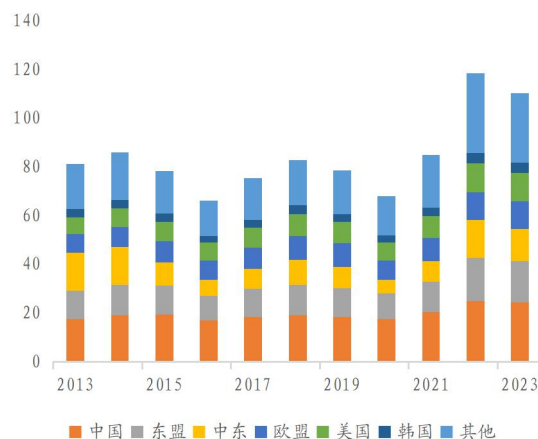
主（见图表 11）。

图表 10：日本商品出口目的地（万亿日元）



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：日本商品进口来源地（万亿日元）

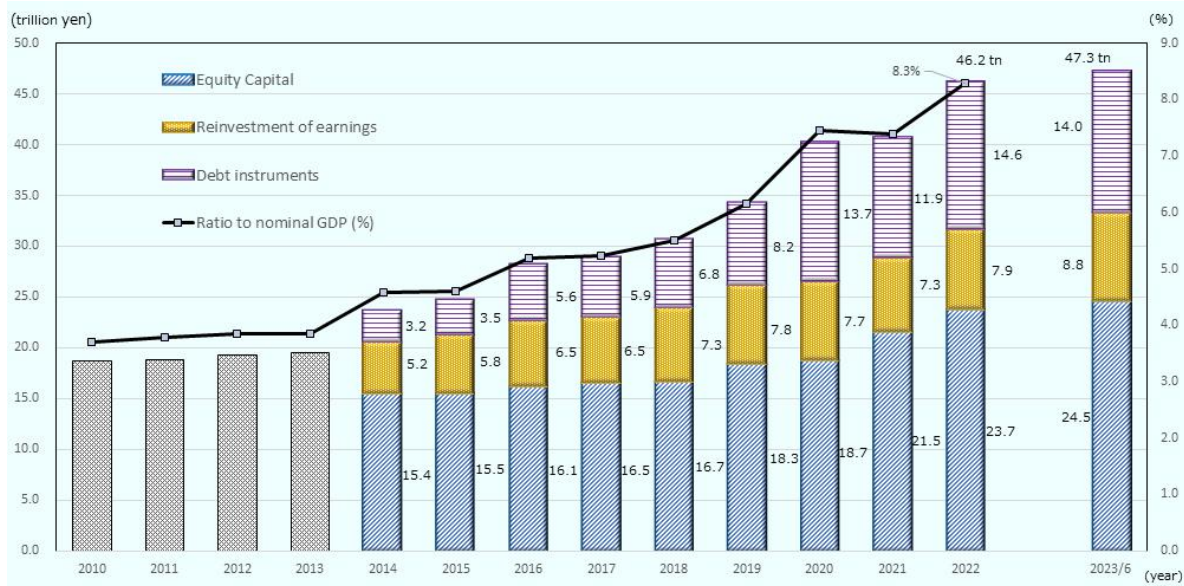


数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 2. 投资：外商对日直接投资以股权投资、收益再投资为主。

根据日本贸易振兴机构（JETRO）最新数据，从存量看，截至 2022 年底，日本的外国直接投资存量为 46.2 万亿日元，同比增 13.5%。其中以股权投资及收益再投资为主，金额分别为 23.7 万亿、7.9 万亿日元，此外债权投资（14.6 万亿）也占相当比例（见图表 12）。从流量看，2022 年流入日本的外国直接投资达到 6.5 万亿日元，依然以股权投资及收益再投资（2.7 万亿、1.9 万亿）为主，债权投资 1.8 万亿日元。

图表 12：日本吸引外国直接投资持续增长（万亿日元）



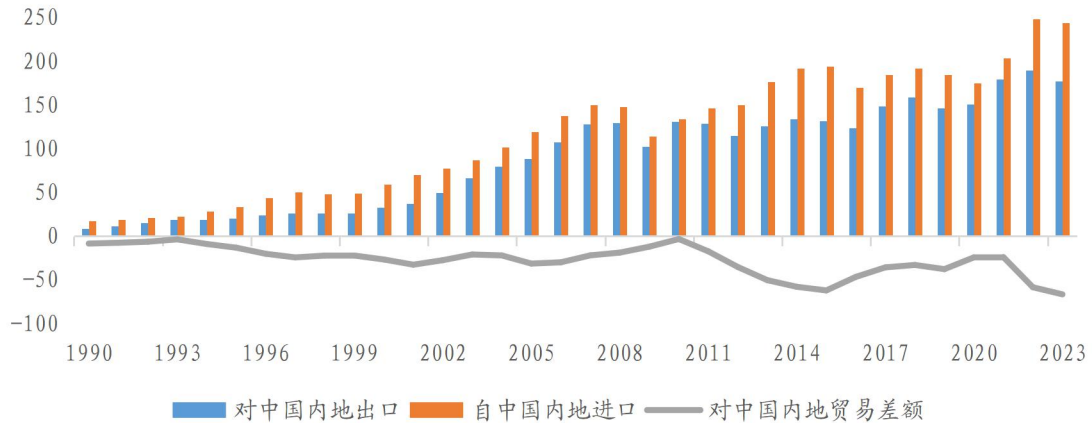
数据来源：JETRO、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）日本与中国经贸合作：对中国内地出口集中于先进制造行业产品，自内地进口品类分布较广；对中国香港出口以杂项产品、电气机械为主

1. 日本与中国内地经贸合作：对内地贸易持续逆差并且逐年扩大，对内地出口集中于先进制造行业产品，自内地进口品类分布较广。

从贸易总量看，日本对中国内地贸易逆差逐年扩大，2023 年对华逆差扩大至 66.6 万亿日元。2023 年日本对中国内地出口 177.6 万亿日元、自中国内地进口 244.2 万亿日元（见图表 13）。

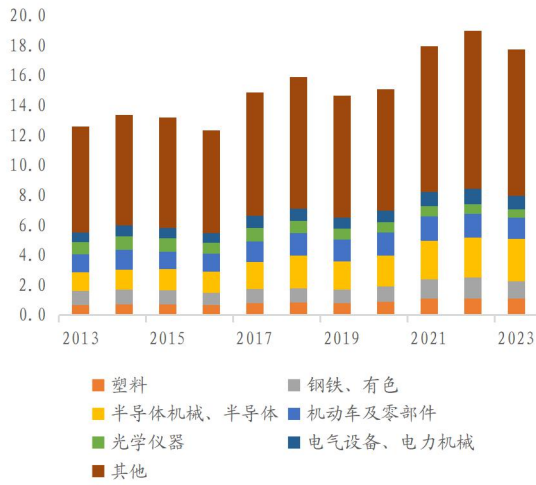
图表 13：日本对中国内地贸易逆差逐年扩大（万亿日元）



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

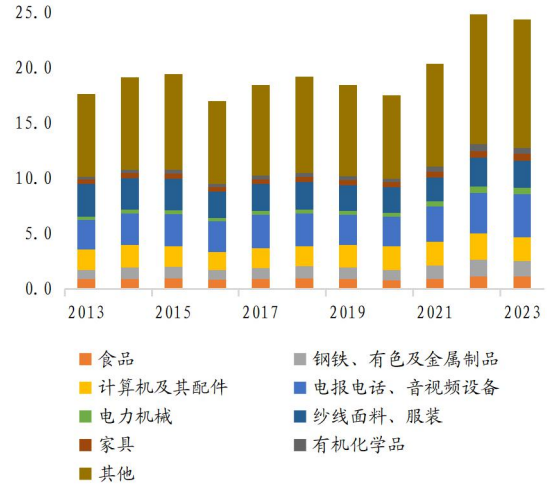
从商品结构看，日本对中国内地出口以机械、化工、运输工具为主，集中于先进制造行业。具体地，半导体及半导体机械、机动车及其零部件、钢铁及有色金属、塑料、电力设备及电气机械为日本对中国内地出口的主要产品，2023年五种产品对中国内地出口份额分别为 15.8%、7.9%、6.7%、6.2%、5.1%（见图表 14）。日本自中国内地进口以机械、食品、化工为主，进口产品种类分布较广。具体地，电报电话及音视频设备、纱线面料及服装、计算机及其配件、钢铁有色及金属制品、食品为自中国内地进口的主要产品，2023年五种产品自中国内地进口份额分别为 15.8%、10.1%、8.8%、5.7%、4.7%（见图表 15）。

图表 14：日本对华出口主要产品（万亿日元）



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 15：日本自华进口主要产品（万亿日元）

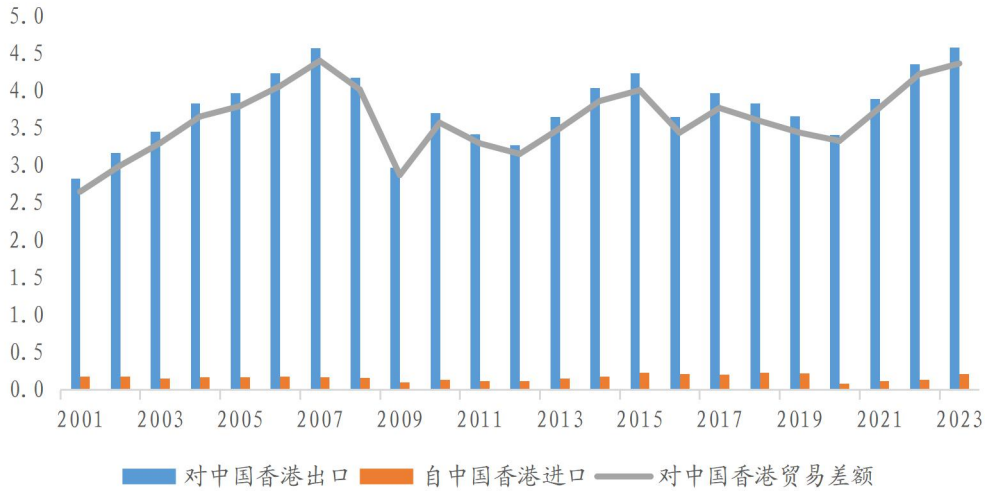


数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 2. 日本与中国香港经贸合作：对港贸易持续顺差，杂项产品、电气机械为对港出口主要产品。

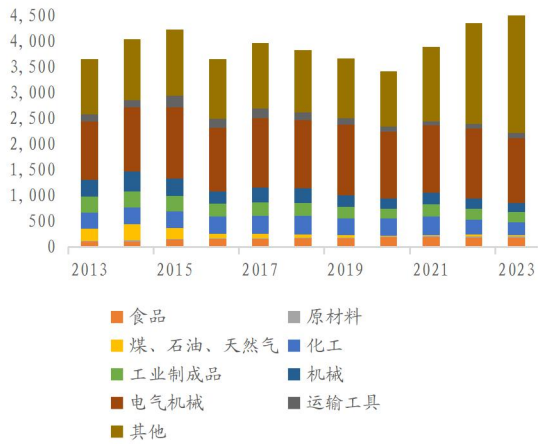
根据香港贸发局数据，2022 年日本是中国香港第 6 大贸易伙伴、第 6 大出口市场、第 5 大进口市场。根据日本财务省数据，日本对中国香港持续保持顺差，2023 年日本对港出口 4.6 万亿日元、自港进口仅 2,136.5 亿日元，对港贸易顺差为 4.4 万亿日元（见图表 16）。具体地，对港出口以杂项产品、电气机械为主（见图表 17），2023 年占对港出口的 51.4%、27.6%、其中电气机械以半导体产品居多（15.0%）；自港进口以杂项产品为主（见图表 18），2023 年占自港进口的 79.1%。

图表 16：日本对中国香港贸易持续顺差（万亿日元）



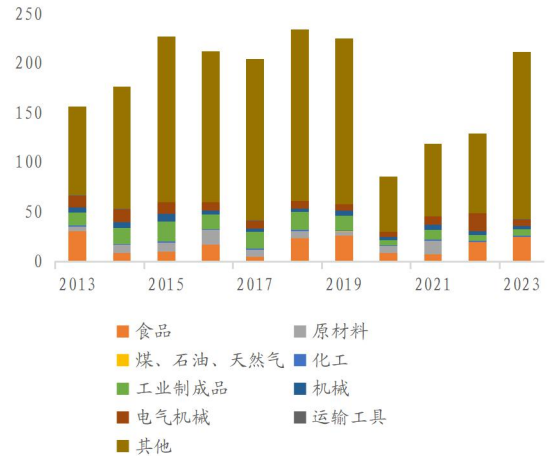
数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 17：日本对港出口主要产品（十亿日元）



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 18：日本自港进口主要产品（十亿日元）



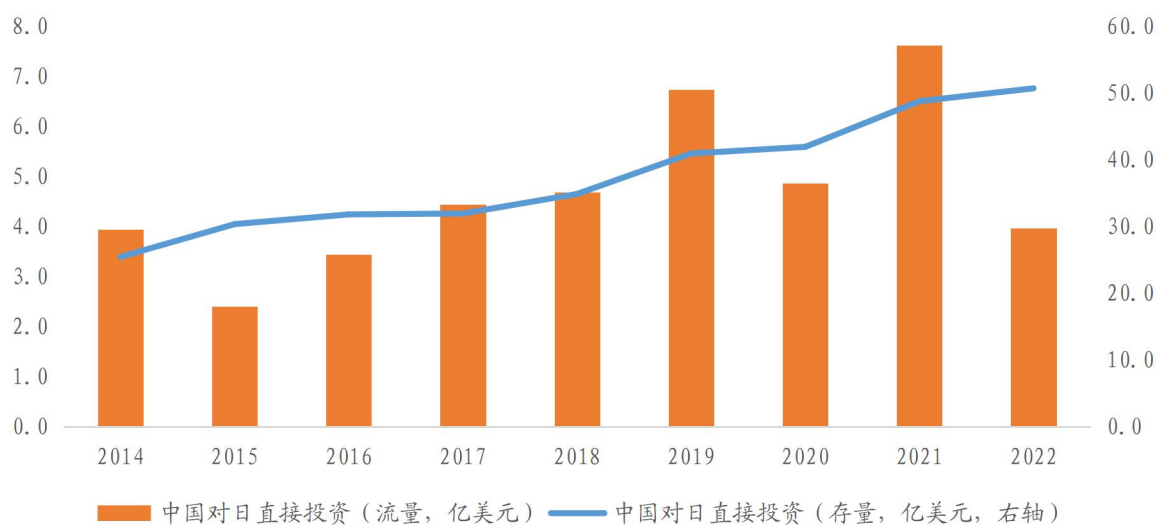
数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

### （三）日本与中国投资合作：双边投资近年稳步增长，在日中资企业集中于金融、运输行业

1. 中国对日投资方面，根据商务部对外直接投资统计公报，2015 年以来中国对日直接投资稳步增长。截至 2022 年末，中国对日直接投资存量达到 50.8 亿美元，相较于 2014

年末增长了 99.3%，年均复合增速 9.0%（见图表 19）。

图表 19：中国对日直接投资存量稳步增长



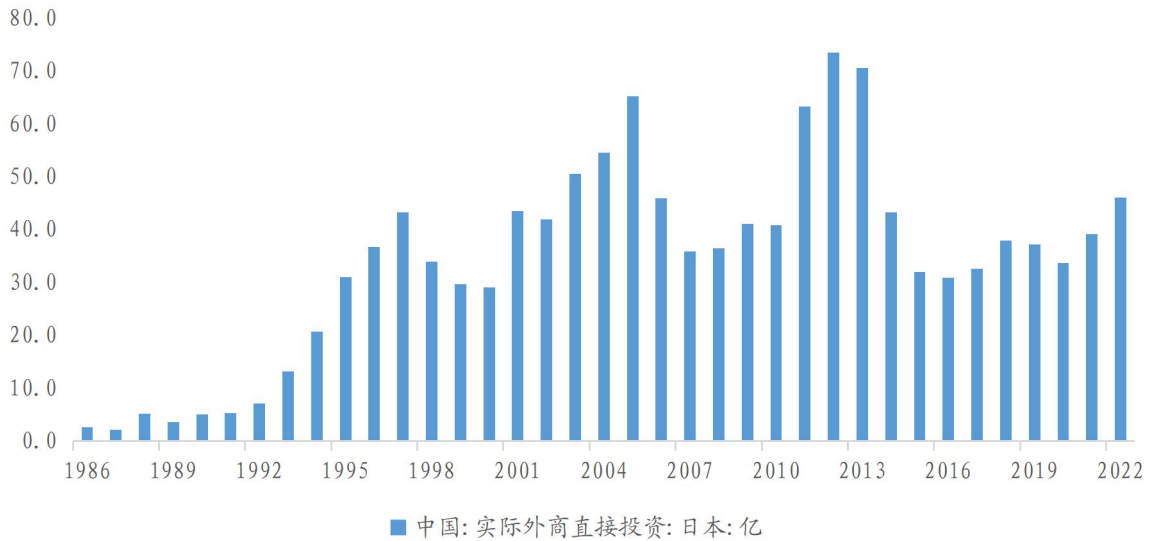
数据来源：商务部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 日本对华投资方面，总量上，日本对华直接投资在 90 年代经历了爆发式增长，自 1989 年的 3.6 亿美元扩大至 1997 年 43.3 亿的阶段性高点，此后基本保持在每年 30-70 亿美元的水平（见图表 20）。结构上，根据日本贸易振兴机构（JETRO）海外日资企业实况调查<sup>14</sup>，2023 年受访日资企业中 56.8% 分布于制造业，以运输机械（9.2%）、有色金属（5.6%）、普通机械（5.2%）为主，43.2% 分布于非制造业，以贸易批发（9.1%）、运输（7.7%）为主。过半在华日企对盈利前景较为乐观，2023 年有 60.3% 的受访日资企业预测将盈利、19.5% 的企业预测收支平衡、20.2% 的企业预测将亏损。

<sup>14</sup> 详见链接 <https://www.jetro.go.jp/ext-images/china/20230307china.pdf>。



图表 20：日本对华直接投资在 90 年代爆发式增长后，基本在 30-70 亿美元水平波动



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 日本本地知名企业及在日中资企业方面，日本本地名企集中于汽车、电子及金融保险行业。2023 年，日本有 41 家企业进入《财富》世界 500 强榜单，其中以汽车企业（如本田、丰田、日产、铃木）、电子企业（索尼、日立、松下）、综合商社（如三菱商事、伊藤忠商事、丸红）、金融保险行业（如软银集团、三菱日联金融、三井住友金融、瑞穗金融、日本生命、第一生命、东京海上日动火险、损保控股、住友生命）为主（见图表 21）。

图表 21：2023 年进入世界 500 强榜单的日本企业

排名	企业名称	营业收入 (百万美元)
19	丰田汽车公司 (TOYOTA MOTOR)	274,491
45	三菱商事株式会社 (MITSUBISHI)	159,371
70	本田汽车 (HONDA MOTOR)	124,912
93	三井物产株式会社 (MITSUI)	105,694
96	日本伊藤忠商事株式会社 (ITOCHU)	103,029
109	日本电报电话公司 (NIPPON TELEGRAPH AND	97,049
122	引能仕控股株式会社 (ENEOS HOLDINGS)	91,437
129	Seven & I 控股公司 (SEVEN & I HOLDINGS)	88,078

140	索尼 (SONY)	85,255
148	日本邮政控股公司 (JAPAN POST HOLDINGS)	82,291
153	日立 (HITACHI)	80,389
160	日产汽车 (NISSAN MOTOR)	78,287
176	丰田通商公司 (TOYOTA TSUSHO)	72,760
181	日本生命保险公司 (NIPPON LIFE INSURANCE)	71,213
182	第一生命控股有限公司 (DAI-ICHI LIFE HOLDINGS)	70,329
187	三菱日联金融集团 (MITSUBISHI UFJ FINANCIAL)	68,567
189	日本永旺集团 (AEON)	67,985
190	丸红株式会社 (MARUBENI)	67,898
218	松下控股公司 (PANASONIC HOLDINGS)	61,903
221	日本出光兴产株式会社 (IDEMITSU KOSAN)	61,424
236	日本制铁集团公司 (NIPPON STEEL CORPORATION)	58,923
242	东京电力公司 (TOKYO ELECTRIC POWER)	57,616
282	住友商事 (SUMITOMO)	50,370
290	东京海上日动火灾保险公司 (TOKIO MARINE)	49,119
295	软银集团 (SOFTBANK GROUP)	48,542
303	电装公司 (DENSO)	47,292
321	日本三井住友金融集团 (SUMITOMO MITSUI)	45,378
350	日本瑞穗金融集团 (MIZUHO FINANCIAL GROUP)	42,693
357	日本 KDDI 电信公司 (KDDI)	41,902
375	日本明治安田生命保险公司 (MEIJI YASUDA LIFE)	40,018
382	日本钢铁工程控股公司 (JFE HOLDINGS)	38,925
384	MS&AD 保险集团控股有限公司 (MS&AD)	38,796
407	三菱电机股份有限公司 (MITSUBISHI ELECTRIC)	36,967
418	大和房建 (DAIWA HOUSE INDUSTRY)	36,261
441	铃木汽车 (SUZUKI MOTOR)	34,292
442	三菱化学集团 (MITSUBISHI CHEMICAL GROUP)	34,239
447	损保控股有限公司 (SOMPO HOLDINGS)	34,037
470	爱信 (AISIN)	32,528
494	普利司通 (BRIDGESTONE)	31,298
497	住友生命保险公司 (SUMITOMO LIFE INSURANCE)	31,218
499	日本三菱重工业股份有限公司 (MITSUBISHI HEAVY)	31,050

数据来源：美国《财富》杂志、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

在日中资企业主要分布于金融行业（如五大国有银行东京分行、中信集团驻日代表处等）、运输行业（如中远海运日本、三大国有航空公司在日机构等），此外能源、化工，以及通信、电力领域亦有中资企业身影（见图表 22）。



图表 22：在日代表性中资企业

金融企业	中国银行东京分行
	中国农业银行东京分行
	中国工商银行东京分行
	中国建设银行东京分行
	交通银行东京分行
	中国中信集团驻日本代表处
	银联国际日本公司
	中国太平保险服务日本株式会社
运输企业	中远海运日本株式会社
	中国国际航空日本支社
	中国南方航空日本区域办事处
	中国东方航空日本营销中心
能源、化工企业	中国石油国际事业（日本）有限公司
	中化日本株式会社
通信、电力企业	华为技术日本株式会社
	中兴通讯（日本）子公司
	上海电力日本株式会社

数据来源：商务部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

### 三、日本经济发展前瞻：预计经济温和复苏，央行料年内加息一次，日元大概率延续弱势震荡，债券收益率及股市或温和上行

（一）经济前瞻：短期内需回暖支撑经济温和复苏，中长期增长仍受老龄、少子化及信息化进程迟缓影响。

短期看，预计内需回暖改善增长结构性问题。虽然一季度 GDP 环比收缩 0.5%，但春季工资谈判涨薪超预期有望支撑内需回暖、二季度起增长中枢预将抬升。春季工资谈判企业答复涨薪 5.17%<sup>15</sup> 远超预期，3 月居民实际收入降幅收窄至 -0.5%（1、2 月分别为 -2.1%、-2.5%，2023 年均值 -4.8%）减幅已逐步缩窄。3 月出口同比增 7.3%（1、2 月分别为 11.9%、7.8%）略有回落，需求“内弱外强”的分化问题有望改善。

<sup>15</sup> 截至 2024 年 5 月 8 日，共 3,733 家企业答复结果。

预计 2024 年温和复苏仍是主基调，或可实现接近 1% 的 GDP 增长（日本央行预计 0.8%，IMF、世界银行预计 0.9%），低于 2023 年的 1.9%<sup>16</sup>。

中长期看，在走出通缩泥潭后日本经济有望告别低增长，但老龄、少子程度加深背景下劳动力减少，以及信息化进程迟缓仍为长期影响因素。目前日本老龄、少子化问题逐步加重，根据日本总务省统计局估算，75 岁以上的老人已占 16.1%、高于 0-19 岁人口占比。目前，日本劳动生产中信息化程度也较低，电脑普及率只有每人 0.5 台，远低于美国（人均 1 台）、英国（0.8 台）及法国（0.7 台）<sup>17</sup>，制约劳动生产率的提升。日本央行预计 2025、2026 年均增长 1.0%。

**（二）政策前瞻：预计年内加息一次，最快或在 3 季度。**继 3 月会议实施货币政策正常化措施（退出负利率、放弃收益率曲线控制）后，日本央行 4 月会议维持短端利率（无担保隔夜利率）于 0-0.1% 不变，并维持上次会议的资产购买安排不变。虽然 2024、2025 年剔除生鲜的 CPI（含能源项）预测有所上调，但剔除生鲜食品及能源的 CPI 预测维持在 1.9%。故目前日央行或认为通胀上行压力基本来自能源、对内生经济增长动力仍持保守态度。但日元汇率持续承压，一定程度上加大日央行加息迫切性。二、三季度 GDP 消费项若有明显改善，日央行或最快在 7 月加息一次，后续大概率连续加息、但快节奏、大幅度加息概率较小。

<sup>16</sup> 2023 年日本经济存在疫情管控放开后旅游消费爆发式增长的“脉冲效应”拉动，因此增速相对较高。

<sup>17</sup> 数据来源于加谷珪一《奇迹的终结：日本经济倒退了吗？》。

**（三）金融市场前瞻：**短期内预计日元延续弱勢震荡，债市收益率短期仍具上行动能但进一步大幅上行空间有限，股市仍有温和上涨空间。

汇市方面，货币政策正常化速度不及市场预期，但内需有望改善，叠加4月末在美元/日元逼近160时财务省已启动实质干预，故短期在美联储降息、日央行加息路径未定背景下，日元预计延续弱勢震荡，但进一步大幅贬值空间不大。

债市方面，经济温和复苏及央行货币政策正常化推动国债收益率上行，且未来日央行仍有进一步加息空间。但考虑到人口老龄化背景下储蓄率将更高、叠加政府债务压力高企，预计进一步大幅上行空间有限。

股市方面，因企业盈利增长较好（营业利润<sup>18</sup>较疫情前高37.5%）、目前估值水平相对适中（日经225动态市盈率在22倍左右、近10年均值为20.4倍），机会大于风险，但需持续关注日元走弱削弱海外投资者本币收益、日本经济复苏力度不及预期等风险。

---

<sup>18</sup> 即营业收入减去营业成本。