

2023/10/26

# Macro Research

日本區經濟

## Team

第六組

## Mentor

許瑋恒

## Members

葉品良、彭宥天、藍詠堯、  
沈捷妤、蔡睿誠、黃品文、  
徐正揚



NCCU MUTUAL FUND

政治大學共同基金研究社

---

# CONTENT

---

1

日本經濟

04

2

美國經濟

12

3

結論

20

# 結論

# 結論：日圓短空長多，建議今年底逢低佈局日圓

短期 (2023 Oct. ~ 2024 Mar.)

BOJ 鴿派，由 FED 貨幣政策主導

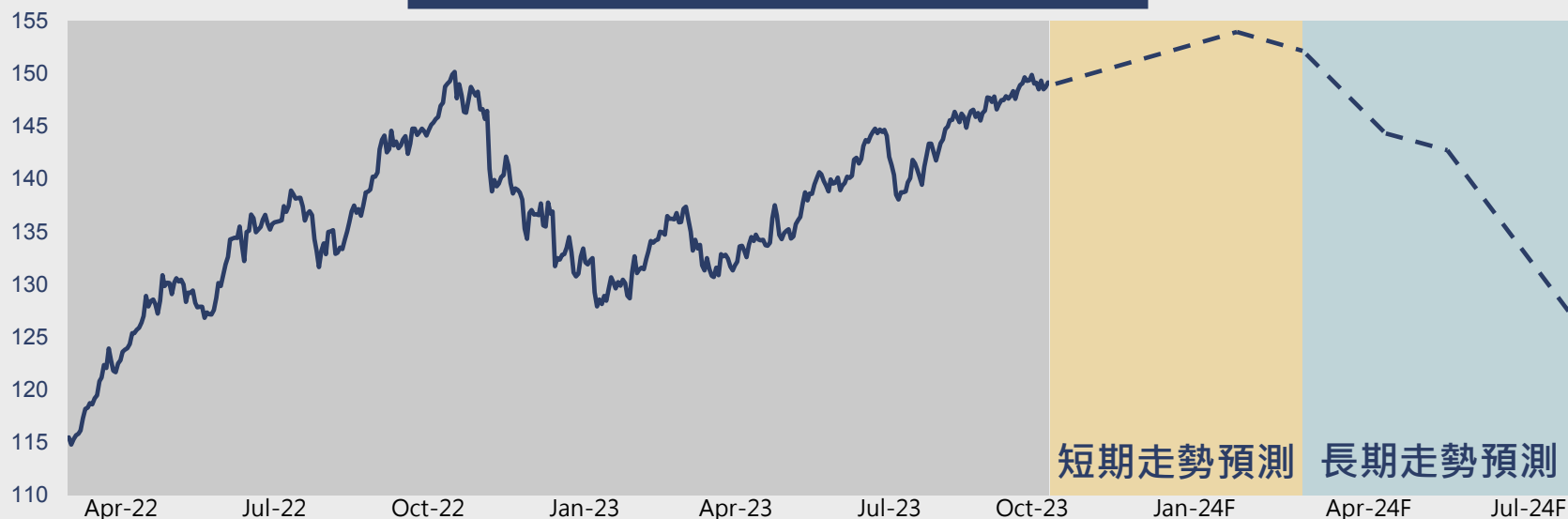
- ✓ FED 預期維持高利率，中性利率上調
- ✓ 美經濟展現韌性，主要由消費帶動
- ✓ BOJ 仍將持續壓低長短利率

長期 (2024 May. ~ 2024 Dec.)

FED 寬鬆，BOJ 結束負利率、YCC

- ✓ 美聯儲預期於 24H2 過後小幅降息
- ✓ BOJ 預期同步取消 YCC 與負利率
- ✓ 美經濟趨緩，日經濟維持強勁

美國兌換日圓匯率走勢



# 日本經濟分析

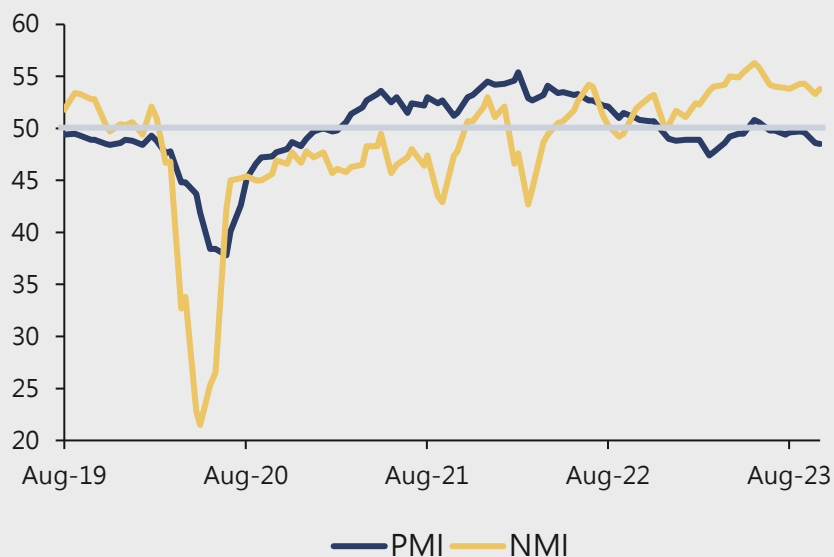
基本面分析

央行與貨幣政策

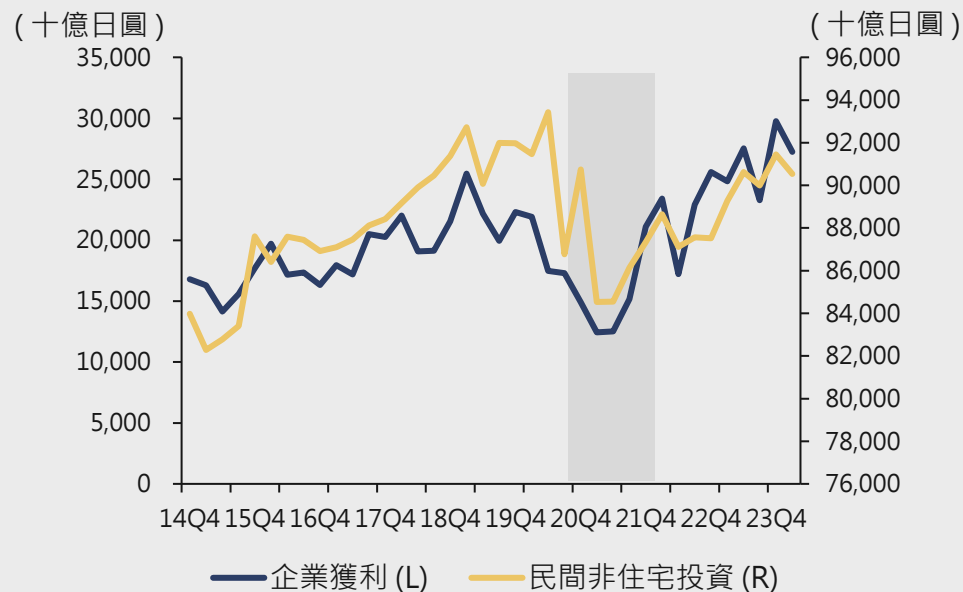
## 日服務業表現亮眼，製造業築底，企業獲利提升帶動投資

- 日本 9 月製造業 PMI 為 48.5，在榮枯線之下。而主要原因為受全球製造業景氣低迷拖累，且國外市場客戶需求持續疲軟。但日本製造業廠商表示看好需求和產能持續改善。而服務業表現依然強勢，優於其他主要經濟體，NMI 為 53.8。
- 日本企業獲利自 20Q4 落底後持續回升，大幅超越疫前水準，雙雙帶動民間非住宅投資金額及企業投資意願。企業獲利提升及投資增量有望帶動日本經濟進入良性通膨循環。

### 製造業短期仍收縮，服務業表現相對強勢



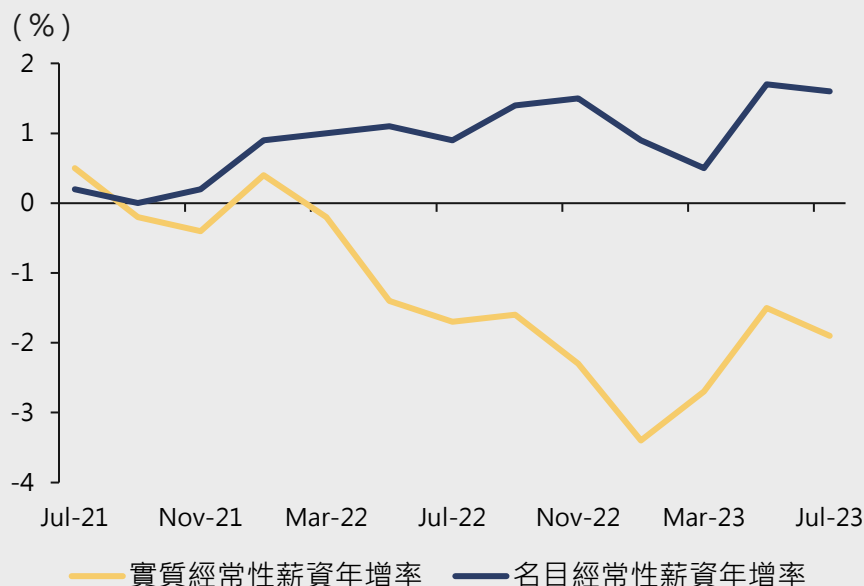
### 企業獲利大幅上升，帶動企業投資意願



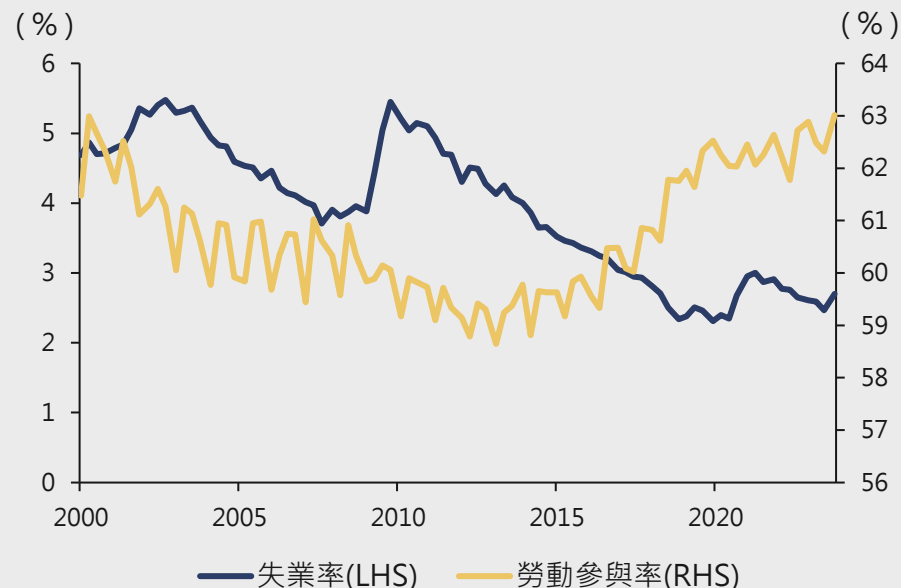
## 勞動市場健康及高名目薪資成長，支撐消費動能

- 2021 Q4 開始日本薪資年增率開始顯著成長至近 20 年新高，且今年三月春鬥過後，平均調薪幅度達到 3.58%，另 BOJ 官員野口旭也提及「基本薪資漲幅之目標為 3%，實際薪資必須回到正值。」顯示未來薪資增長仍非常有可能持續。
- 勞動參與率近年來持續攀升至 63%，主要受惠於婦女及青年工作回流；失業率亦回落至接近疫前水準，整體勞動市場健康。

### 薪資成長高，未來實際薪資可將回正



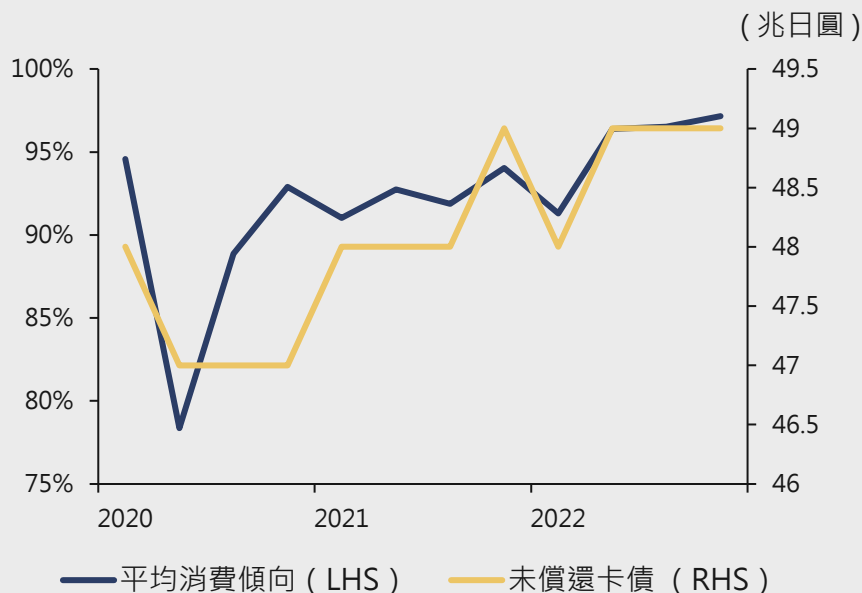
### 就業市場良好，失業率及勞參率穩定



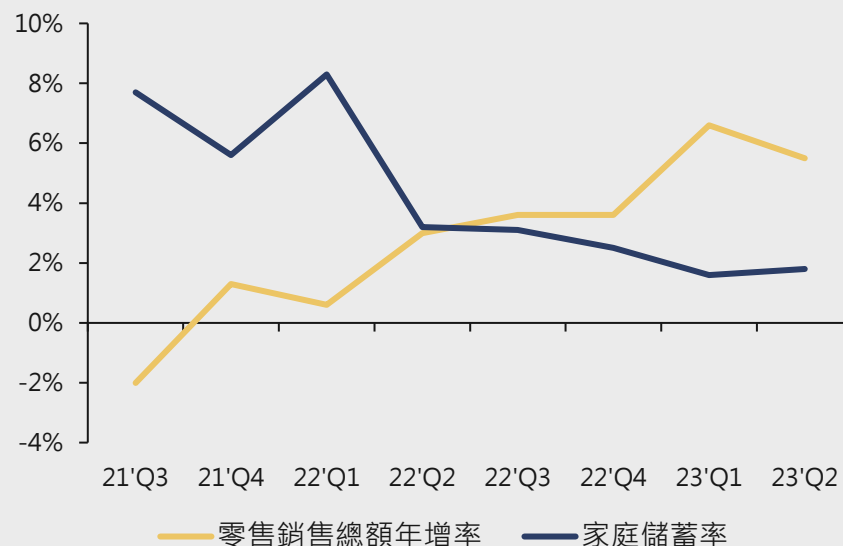
## 零售銷售表現強勁，工資、信貸及儲蓄有望延續消費動能

- 8 月份零售銷售連續 18 個月呈現增長，年增 7% 至 13.3 兆日圓，顯現在薪資大幅成長、消費信貸增加，以及訪日遊客持續流入下，日本有望延續其強勁的消費動能。
- 隨疫情消退帶動個人支出增長，家庭儲蓄率自 22Q1 的 8.3% 大幅降低至 23Q2 的 1.6%，反映日本民眾對未來經濟信心增強，帶動平均消費傾向大幅上升，延續零售銷售成長動能。

### 平均消費傾向和未償還卡債上漲呈正相關



### 家庭儲蓄率下降，消費上升且大於通膨

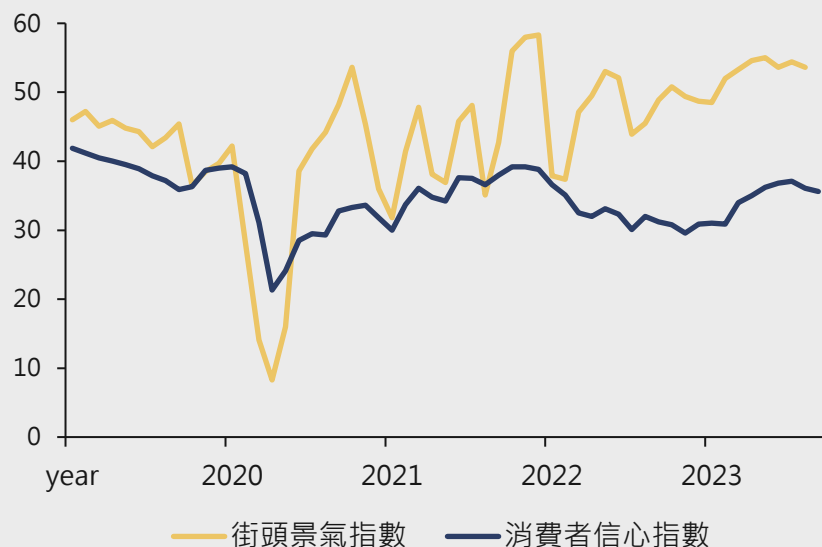




## 消費者信心改善為消費提供額外支持

- 消費者信心指數已經改善，主要是由於消費者對「就業」和「收入增長」的看法改善
- 耐用品的消費年增來到 12.16%，主要受疫情復甦供應端的限制減弱。隨著汽車用半導體供應端的限制逐漸減弱，新乘用車的銷售數量大幅增加，至於家用電器的銷售，智能手機和電視銷售仍然疲軟，但空調的銷售受氣溫回升最近有所推升。然而受輸入性供給影響，非耐用品的消費相對疲軟。

### 街頭景氣與消費者信心指數均呈上升趨勢



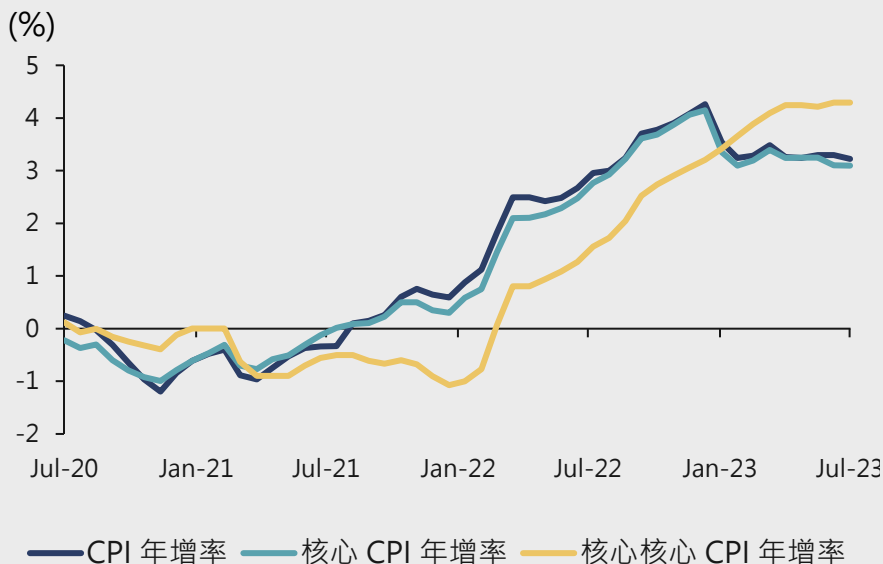
### 23 年耐久財上升趨勢明顯帶動整體消費



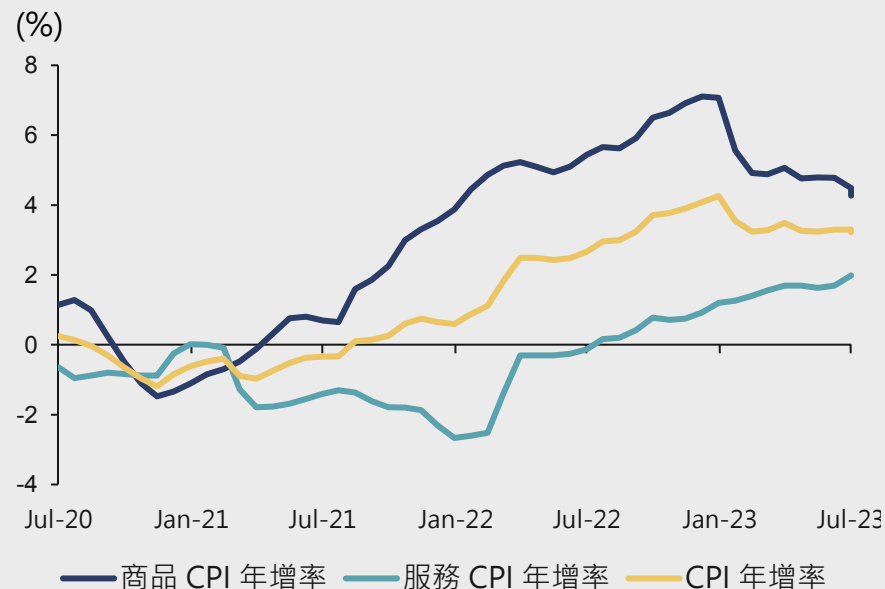
## CPI 持續上行，內需型通膨逐漸顯現

- 核心 CPI 小幅滑落至 3.1%，主因為能源高基期效果。核心核心 CPI 則突破 4.3%，為過去三十年來歷史新高，且已呈現較穩定的走勢，日本有望脫離長期通縮循環。
- 商品通膨起因於烏俄戰爭導致之輸入型通膨，至今已從高點滑落，而 BOJ 所期望看到的服務通膨則正逐漸上升，可望受薪資上漲、勞參率上升及通膨預期上升等因素持續推升。

### 核心核心通膨仍持續走高



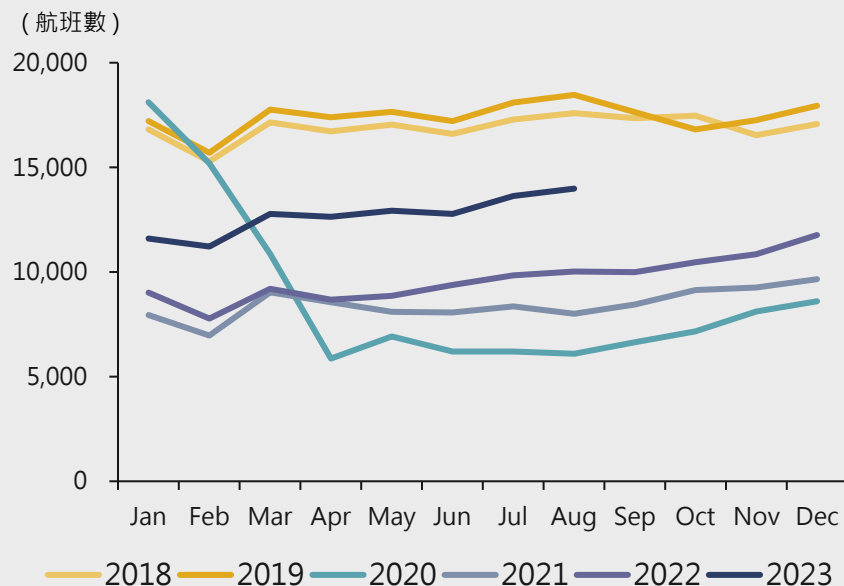
### 服務通膨處上漲趨勢、商品則已自高點滑落



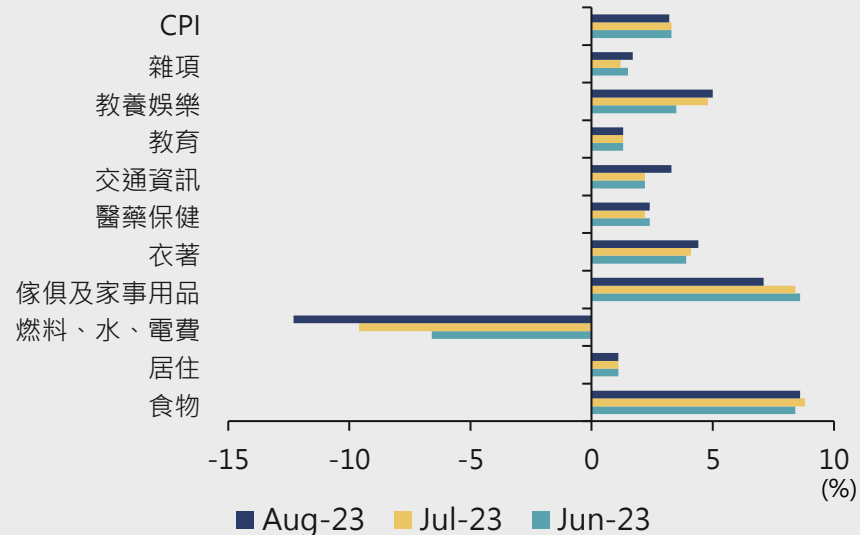
## 能源負貢獻減少與解封旅遊潮將提供短期通膨上行支撐

- 能源因高基期持續負貢獻，但預期可能將受原油供給端減產與地緣政治風險而小幅上漲。
- 疫情解封帶來大量國際遊客，同步貢獻觀光消費，需求大幅上升，並帶來服務型通膨，預期觀光效應將持續提供貢獻。
- 日本食物價格近一年漲幅大，預期將有效推升民眾通膨預期並傳導至其他項目。

### 成田機場國際航班數今年以來大幅回升



### 燃料水電費的負貢獻預期將於 Q4 減緩



## 短期日圓仍具下行空間，預期 24Q2 結束 YCC 有上漲空間

- BOJ 在 7 月調升了對核心 CPI 的預期至 2.5%，並微幅調降了對今年 GDP 的預期至 1.3%，之後於 9 月會議中維持利率政策不變符合市場預期。
- 日銀總裁植田和男則多次提及，在「可持續性」實現 2% 通膨目標時，且實質薪資穩定成長才考慮取消超寬鬆貨幣政策。
- 據農林中金（農林中金綜合研究所）研究員預測，日本將在六月前取消負利率政策，並同時或稍早取消 YCC 殖利率控制政策。

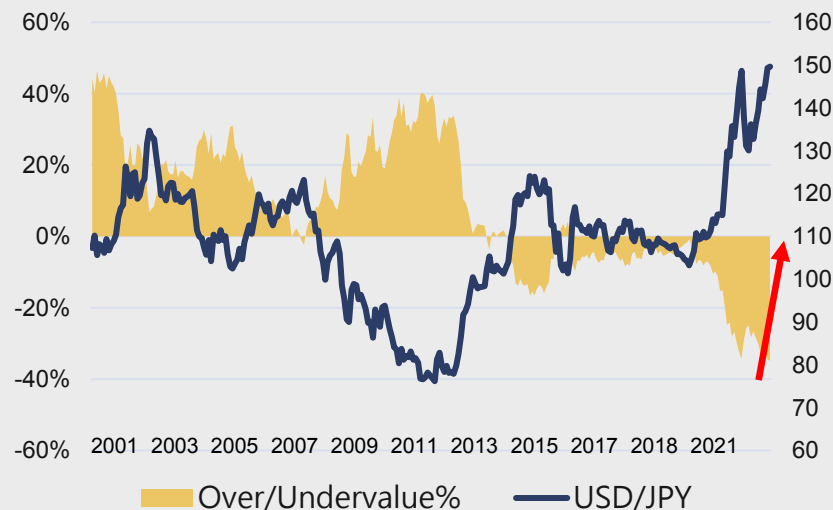
### BOJ 調高對核心 CPI 的預期

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	CPI (all items less fresh food and energy)
Fiscal 2023	+1.2 to +1.5 [+1.3]	+2.4 to +2.7 [+2.5]	+3.1 to +3.3 [+3.2]
Forecasts made in April 2023	+1.1 to +1.5 [+1.4]	+1.7 to +2.0 [+1.8]	+2.5 to +2.7 [+2.5]
Fiscal 2024	+1.0 to +1.3 [+1.2]	+1.8 to +2.2 [+1.9]	+1.5 to +2.0 [+1.7]
Forecasts made in April 2023	+1.0 to +1.3 [+1.2]	+1.8 to +2.1 [+2.0]	+1.5 to +1.8 [+1.7]
Fiscal 2024	+1.0 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +2.0 [+1.6]	+1.8 to +2.2 [+1.8]
Forecasts made in April 2023	+1.0 to +1.1 [+1.0]	+1.6 to +1.9 [+1.6]	+1.8 to +2.0 [+1.8]

### 美日相對經常帳順差 / 逆差已出現反彈跡象



### 預期 PPP 評價將向上修正，帶動日圓升值



# 美國經濟分析

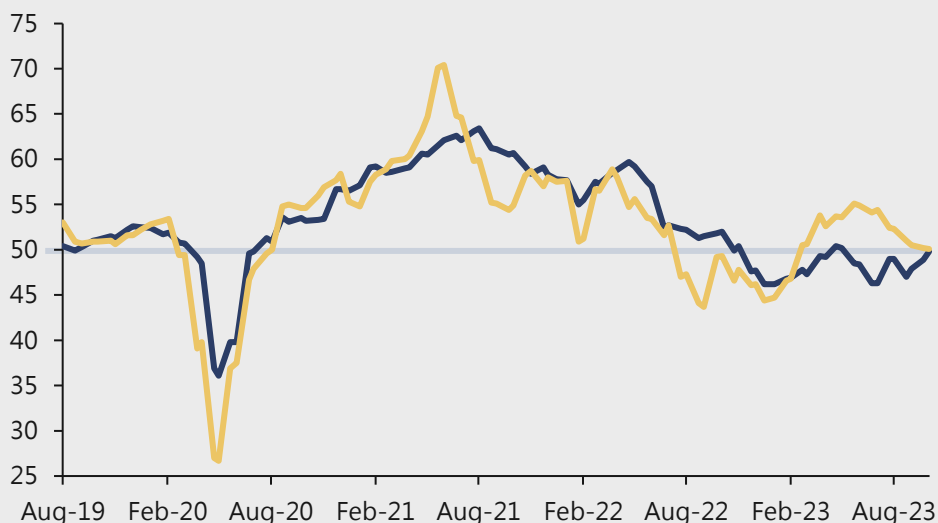
基本面分析

美聯儲與貨幣政策

## 美國製造業放緩接近尾聲，新訂單減存貨由負轉正

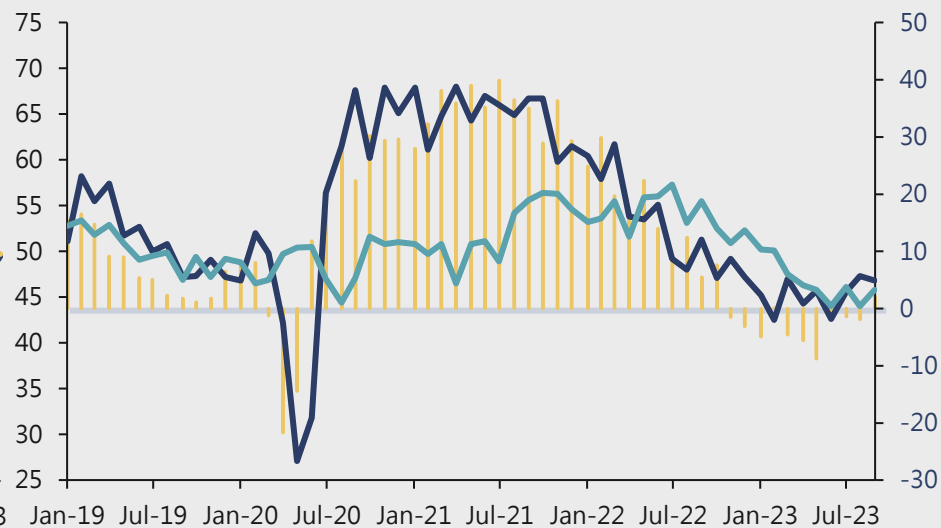
- 近期全球製造業表現皆不理想，美國 PMI 仍在枯榮線以下。服務業第三季度末表現較前幾季差，由於國內和國外客戶需求疲軟，高通膨、高利率、訂單能見度低及經濟不確定性都壓抑了客戶需求。
- 觀察新訂單及存貨指數，可以發現新訂單以及存貨皆在 50 之下，但新訂單減存貨差額由負值轉正，表示製造業底部訊號浮現，24 年有望隨全球製造業復甦而逐漸回溫。

製造業 PMI 落底，非製造業 NMI 趨緩



— PMI — NMI

新訂單減存貨轉正，製造業落底訊號浮現

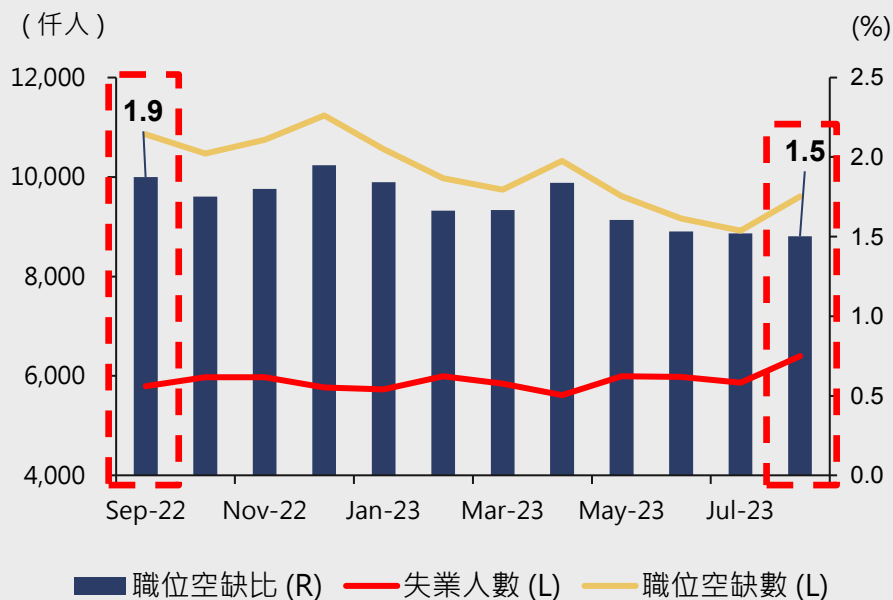


■ 新訂單減存貨 — 新訂單指數 — 存貨指數

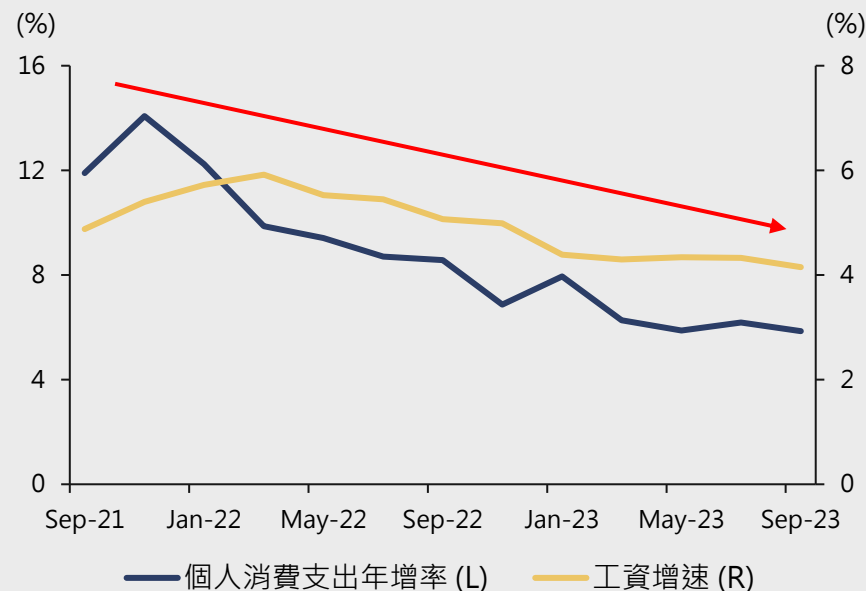
## 勞動市場漸趨寬鬆，帶動工資增速滑落，消費動能趨緩

- 職位空缺數與失業人口數正大幅縮窄，比值亦從 22Q3 的 1.9 下滑至 23Q3 的 1.5，反映美國勞動市場已從極度缺工逐漸走向正常化，緊俏狀況已顯著趨緩。勞動需求的下降將有效帶動工資增速下滑。
- 勞動市場漸趨寬鬆帶動工資增速滑落，工資增速滑落將使美國消費動能趨緩。寬鬆的勞動市場將有助於核心通膨持續下降至目標水準。

### 職缺空缺比大幅下降，勞動市場漸趨寬鬆



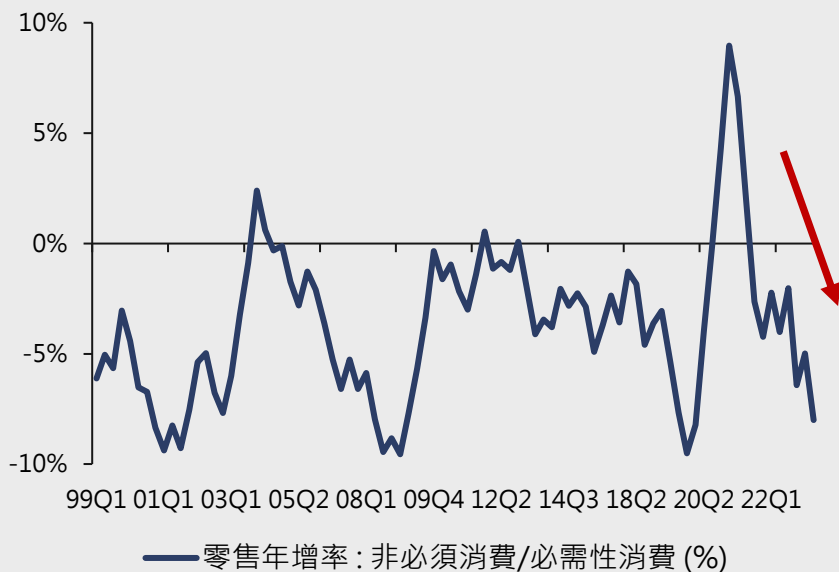
### 工資增速放緩，消費動能減弱



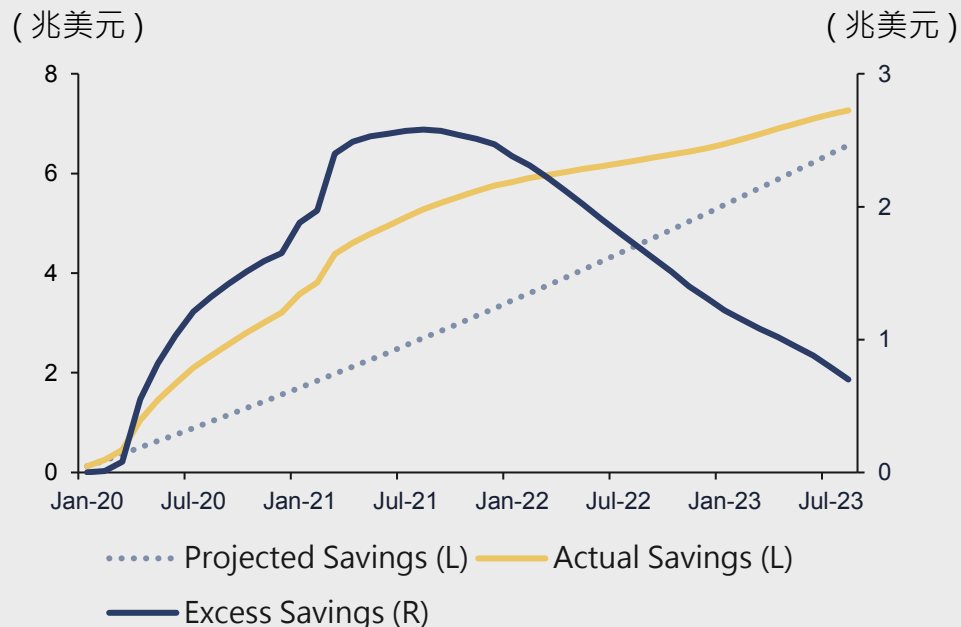
## 美國消費表現仍然強勁，但已有反轉訊號出現

- 美國 9 月零售銷售年增率 3.75%，維持強勁表現，反映就業市場緊俏所帶動的消費力增長。然近期已有反轉訊號出現，預期美國消費動能將因高利率環境逐漸趨弱。
- 非必須消費占比快速滑落，反映當前消費由必須消費品所驅動，非必須消費下降為消費趨緩之訊號。超額儲蓄存量亦自解封后快速下降，預計將在 24Q1 消耗殆盡，後續消費動能可能趨緩。

### 非必須消費下滑為消費將趨於疲弱之訊號



### 超額儲蓄存量持續下滑，消費動能可能趨緩

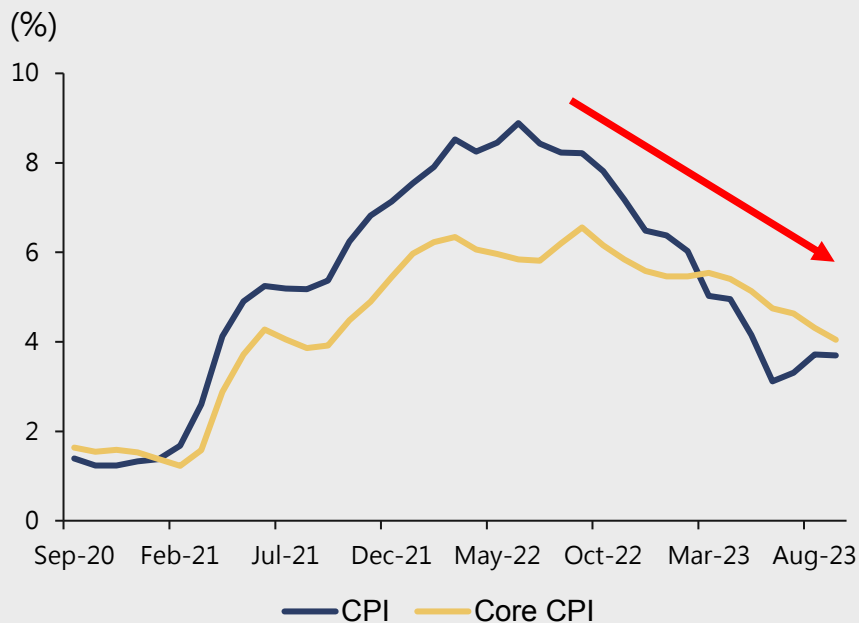




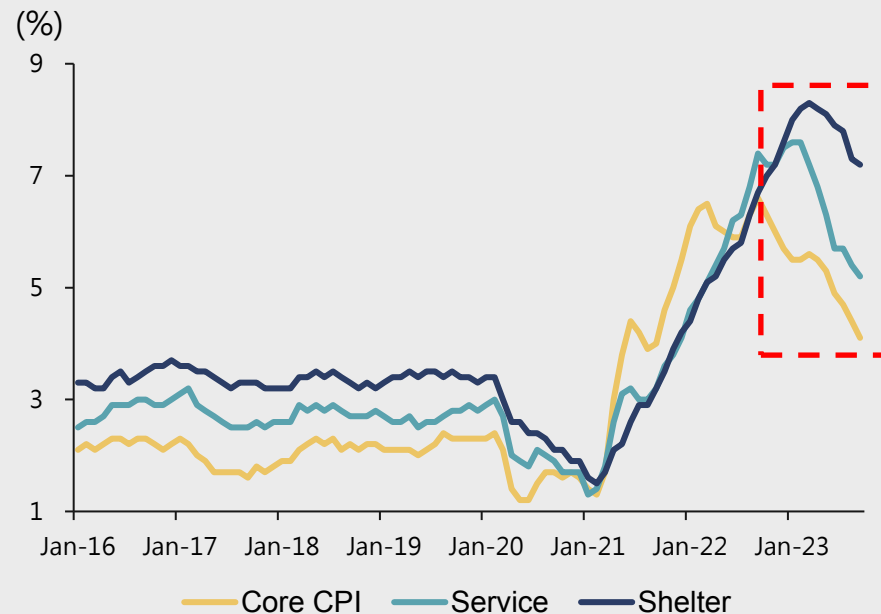
# CPI 可能因外部因素反彈，然核心 CPI 下降趨勢確立

- Headline CPI 八月及九月數據小幅反彈，主因最高基期保護效果已過，外加 23Q3 能源價格波動較劇烈，短期內可能因外部因素小幅反彈。
- 然核心 CPI 下降趨勢確立，九月 4.1% 符合市場預期。觀察細項，最具黏滯性之服務通膨及租金通膨皆自 23Q1 見頂下彎。預計隨勞動市場趨緩及高利率環境壓抑，服務及租金通膨將持續下行，帶動整體核心 CPI 向 2% 目標靠攏，預期在核心通膨下降趨勢確立。

## CPI 受能源影響波動較大，核心 CPI 趨緩



## 服務通膨及房租通膨帶動核心 CPI 下滑



## FED 9 月整體氛圍偏鷹，對軟著陸機率預期大幅提高

- 九月份的 FOMC 會議維持利率不變，並符合預期維持 2023 年底終端利率再調升 1 碼，然而超出市場預期表示 2024 年底前只會從目前高點再降息 2 碼 (市場原先預期 4 碼)。
- FED 在 9 月的 SEP 下修了對核心 PCE 的預期來到 3.7%，顯示 FED 對目前的通膨成效甚是滿意，然而仍需觀察經濟數據判斷年底是否有加息的必要性，同時上修 GDP 及下修失業率的預期也顯示 FED 對於軟著陸是偏向樂觀的。
- 目前可從聯準會對未來經濟的預估看出其背後的思考邏輯，GDP、失業率及核心 PCE 皆已達到長期自然水準，然而政策利率定調在 2.9% 而非 2.5%，也顯示聯準會偏鷹的態度。

### FED 對軟著陸態度趨於樂觀

Variable	Median				
	2023	2024	2025	2026	Longer Run
Change in real GDP June projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate June projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE inflation June projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation June projection	3.7	2.6	2.3	2.0	
Federal funds rate June projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

### 市場對利率預期仍與 FED 有分歧

MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1	0.0%	0.0%	3.8%	96.2%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	2.9%	73.1%	24.0%	0.0%
2024/6/12	3.0%	19.0%	38.7%	30.3%	8.3%	0.6%
2024/9/18	21.2%	32.0%	25.8%	10.9%	2.1%	0.1%
2024/11/7	25.7%	29.4%	19.6%	7.2%	1.3%	0.1%
2024/12/18	27.8%	23.9%	12.6%	3.9%	0.6%	0.0%



# 結論

# 結論：日圓短空長多，建議今年底逢低佈局日圓

短期 (2023 Oct. ~ 2024 Mar.)

BOJ 鴿派，由 FED 貨幣政策主導

- ✓ FED 預期維持高利率，中性利率上調
- ✓ 美經濟展現韌性，主要由消費帶動
- ✓ BOJ 仍將持續壓低長短利率

長期 (2024 May. ~ 2024 Dec.)

FED 寬鬆，BOJ 結束負利率、YCC

- ✓ 美聯儲預期於 24H2 過後小幅降息
- ✓ BOJ 預期同步取消 YCC 與負利率
- ✓ 美經濟趨緩，日經濟維持強勁

美國兌換日圓匯率走勢

