

## 策略深度报告 20250118

# 2025 年日本展望：经济加快复苏，资产吸引力进一步上升

2025 年 01 月 18 日

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

研究助理 葛晓媛

执业证书：S0600123040063

gexy@dwzq.com.cn

研究助理 武朔

执业证书：S0600124070017

wushuo@dwzq.com.cn

### ■ 2025 年，日本经济加速复苏，内外需均有望保持扩张趋势：

**内需方面**，消费端，“薪资-通胀”的良性循环将进一步强化，预计 2025 年实际工资增速仍保持温和上涨，在薪资继续高增的背景下，消费动能有望得到进一步改善，促进内需回升；且投资端也在逐步修复，随着日本公司治理改革成效明显，企业利润快速提升，为企业资本扩张提供基本条件。

**外需方面**，随着全球经济温和增长，以及受益于地缘政治紧张带来的订单转移，2025 年日本出口有望延续改善。国别上，对欧盟、东盟、非洲等出口降幅有望收窄，对中美出口增速有望转正；产品上，2024 年日本表现稍弱的机械、家电、电子设备等商品在低基数和全球经济修复下，有望迎来修复，且此类产品有望受益于潜在的订单转移。

此外，疫情结束以来日本旅游业加快复苏，赴日旅游人数快速回升，旅游等服务出口也将进一步带动日本逆差收窄。

**但也需谨防潜在日本经济下滑风险，包括但不限于：**1、日本实际薪资增长不及预期，居民消费放缓；2、日元快速升值导致日本商品出口竞争力减弱，同时赴日旅游人数出现下滑；3、石破茂财政政策边际收紧对经济增长支撑力度减弱。

### ■ 日股：仍具有投资价值。主要理由是：1) 日本经济企稳复苏，预计 2025 年 GDP 实现进一步增长，股市上涨有底；2) 企业治理改革会继续激发活力，有望持续增厚日股 EPS。预计日本企业改革效果能够继续：更多的上市公司会披露资金成本和股价信息，以及回购分红规模将不断加大，这有望提高市场投资者的信心；3) 资金有望进一步入场，一是外资普遍继续看好日本；二是随着资产价格上涨，日本国内居民信心的加强，预计还有增量资金进入 NISA 账户。

**行业上，我们偏好内需行业。**2025 年，工资复苏将带动内需增长，内需将在 2025 年得到进一步提振。日本延续经济回升和温和再通胀态势。因此继续看好内需相关行业，比如：银行、保险、房地产、零售、建筑以及信息和通信。

**建议避开关税相关行业。**考虑到关税的不确定性，谨慎出口相关行业，如汽车、钢铁和有色金属。以及对尤其是对中国风险敞口较高的出口商，如电气和精密行业。

**同时，市场也存在四个顾虑：**一是，日本央行货币政策正常化给日股带来压力；二是，石破茂财政增税政策或会增加企业盈利压力；三是，当前日股依赖企业回购模式来支撑股市上涨；四是，谨慎情绪仍存在。

### ■ 日债：利率上行警告。2025 年，日本宏观经济加速复苏，在通胀温和增长的背景下，日央行预计延续货币政策正常化，预计全年加息 2 次，共 50bp，从而带动日本长期债券利率将继续呈现上行态势。

### ■ 日元：预计日元因内部因素略有升值，但相较美元依旧弱势。经济修复以及加息周期下，美日利差有望收窄，促日元略有升值。因此需紧密关注后续加息带来的日元上涨机会，其中通胀、薪资增速等数据的强势与否将成为日央行加息的关键。

**但另一方面**，由于美国经济韧性依旧，美债收益率高企以及关税政策的强预期，美元预计仍将保持强势，对日元仍将造成一定压力，预计日元整体在 150 附近震荡。

### ■ 风险提示：地缘政治风险；美国经济衰退；“黑天鹅”事件突发；历史经验不代表未来等。

### 相关研究

《沪深 300ETF 净流入加速，杠杆资金情绪边际改善——资金流向和中短线指标体系跟踪（五）》

2025-01-13

《并购重组跟踪（四）》

2025-01-13

## 内容目录

1. 经济：内外需均有望保持扩张趋势，经济加速复苏 .....	4
1.1. 对内，消费、投资成为经济增长主要支撑 .....	4
1.2. 对外，出口也将呈现边际改善 .....	6
1.3. 经济修复下，日央行预计 2025 年加息 50bp .....	10
2. 日股：仍具有投资价值 .....	11
2.1. 经济有望继续恢复，叠加企业改革增厚日股 EPS，日股有望继续上涨 .....	11
2.2. 日本企业改革已取得了一些效果，未来预计效果能够延续 .....	12
2.3. 预计还会有增量资金入场 .....	15
2.4. 但是市场也存在一些顾虑 .....	16
3. 日债：收益率将进一步上行 .....	17
4. 日元：预计小幅升值，但强美元下依然承压 .....	18
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1:	日本春斗薪资保持高增长.....	4
图 2:	日本实际工资增速转正.....	4
图 3:	日本消费者信心逐步修复.....	4
图 4:	日本企业厂房设备投资额保持较高增长.....	5
图 5:	日本企业信心回升.....	5
图 6:	石破茂继续推行大规模财政计划.....	5
图 7:	2024 年净出口对经济增速造成持续拖累.....	6
图 8:	全球制造业 PMI 持续修复.....	6
图 9:	日本贸易逆差有望收窄.....	6
图 10:	日本对各国出口有望改善.....	7
图 11:	日本出口结构一览.....	8
图 12:	中国出口结构一览.....	8
图 13:	日本机械、电子等产品出口增速有望继续改善.....	8
图 14:	日本国外入境旅游人数回到疫情前水平.....	9
图 15:	入境旅游带动消费服务业改善.....	9
图 16:	日本经常账户逆差收窄.....	9
图 17:	日本旅游服务保持净顺差.....	9
图 18:	日本失业率较低.....	10
图 19:	日本求人倍率保持较高水平.....	10
图 20:	日元贬值导致输入性通胀.....	10
图 21:	日本央行政策利率预测.....	11
图 22:	日本企业改革细则.....	12
图 23:	2024 年日股的上涨主要靠盈利.....	12
图 24:	日经 225 的估值当前处于较低的分位水平.....	12
图 25:	日本上市公司披露资金成本和股价管理的数量实现进一步上涨.....	13
图 26:	日本最具有盈利能力的 150 家上市公司的指数表现良好.....	13
图 27:	日本上市公司分红、回购规模不断上涨.....	14
图 28:	2024 年行业信息披露率与 PBR 变化趋势对比.....	14
图 29:	资金流入日本市场的情况.....	15
图 30:	外资在亚太青睐日本市场.....	15
图 31:	NISA 账户数量逐步增长.....	15
图 32:	NISA 账户购买额不断上涨.....	15
图 33:	日元及政策利率.....	16
图 34:	日元升值或给日股带来压力.....	16
图 35:	日经 225 EPS 上涨主要依靠回购, 并非 ROE.....	17
图 36:	日本大盘 eps 预期进一步上涨, 中小盘存在担忧.....	17
图 37:	日经平均波动指数.....	17
图 38:	日本通胀温和复苏.....	18
图 39:	日本未来一年通胀预期稳定在 2% 以上.....	18
图 40:	日本货币政策正常化下, 美日利差收窄有望带动日元升值.....	18
图 41:	美国经济保持相对强劲.....	19

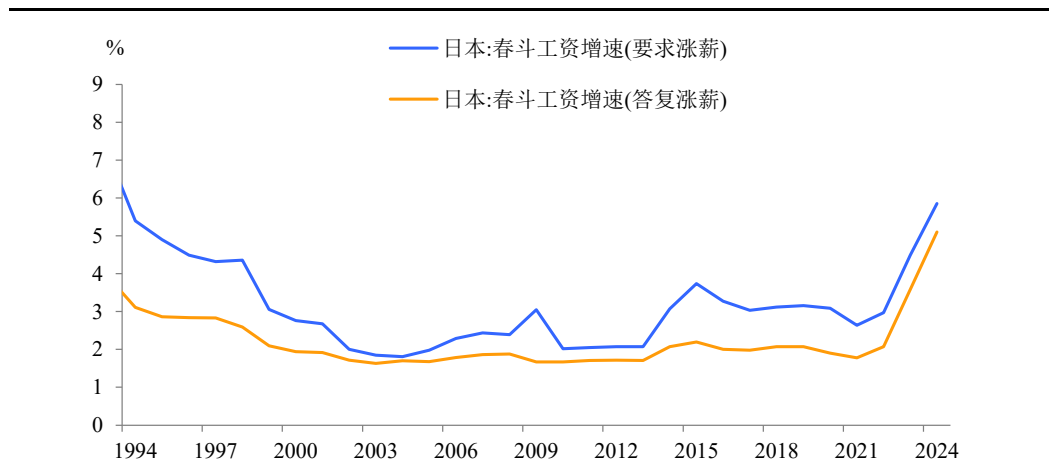
## 1. 经济：内外需均有望保持扩张趋势，经济加速复苏

### 1.1. 对内，消费、投资成为经济增长主要支撑

日本 2025 年经济有望加速复苏，重要抓手在于工资提高带来的内需改善。由于劳动力市场的短缺和经济的修复，日本近年来工资增速显著提高，2024 年春斗最终答复工资增速上升到 5.1%，创下了 1992 年以来的新高。

2025 年春季劳资谈判，日本工会总联合会 10 月提出计划要求加薪 5% 以上，这一要求与 2024 年的加薪目标持平。而当前日本通胀稳定在 2%~3% 之间，日本正在形成一个有助于锚定通胀预期的良性“工资-价格螺旋”。

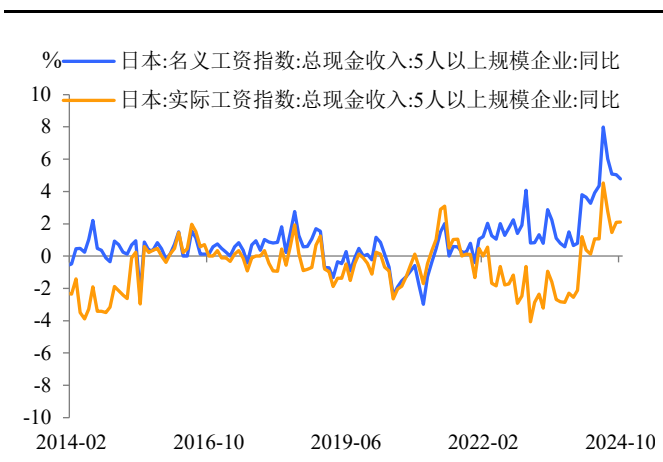
图1：日本春斗薪资保持高增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

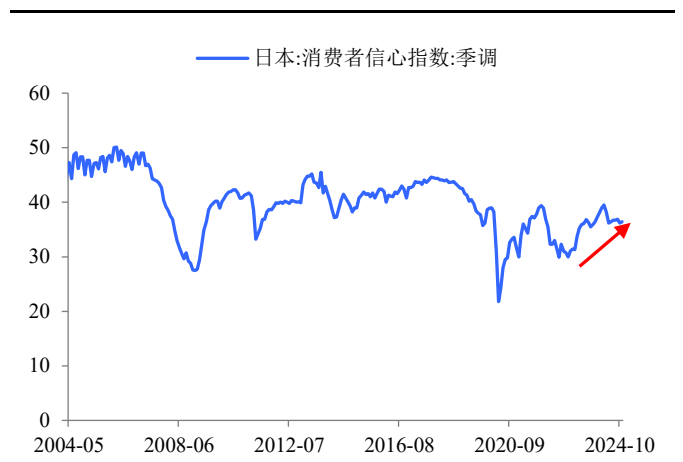
预计 2025 年实际工资仍保持良性回升，在薪资继续高增的背景下，将有效带动消费动能的改善，促进内需回升。

图2：日本实际工资增速转正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

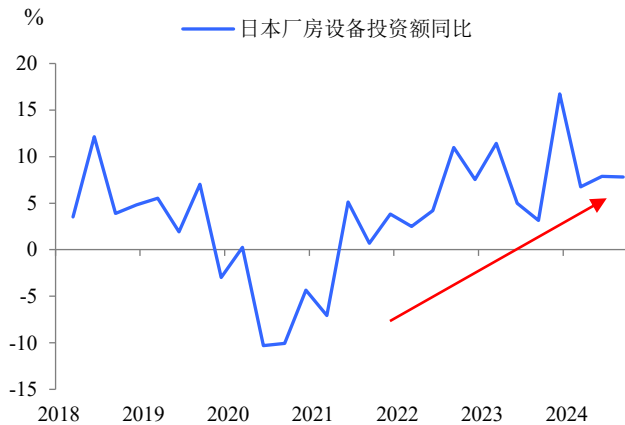
图3：日本消费者信心逐步修复



数据来源：Wind，东吴证券研究所

投资端,企业利润增厚有助于带动企业扩大资本支出。日本公司治理改革成效明显,企业利润快速提升,为企业资本扩张提供基本条件。当前日本企业资本开支信心相对高涨,厂房设备投资额增速保持较高水平。日本短端季度报告显示,2024年四季度全部企业、制造业商业信心指数分别上升至15%、8%,均为疫情以来最高值。后续企业投资可能成为日本经济增长的重要拉动。

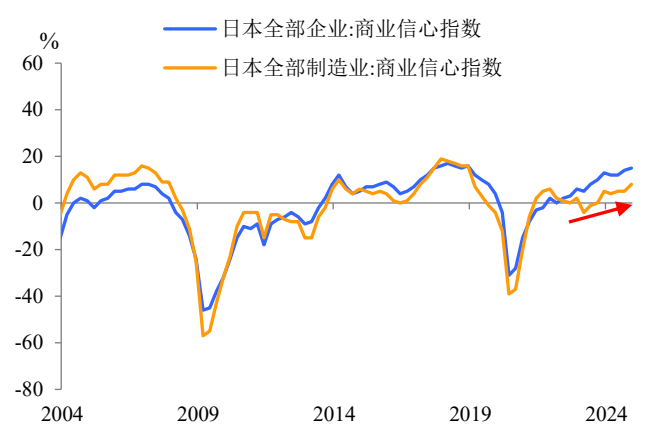
图4: 日本企业厂房设备投资额保持较高增长



注: 截至2024年三季度;

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 日本企业信心回升

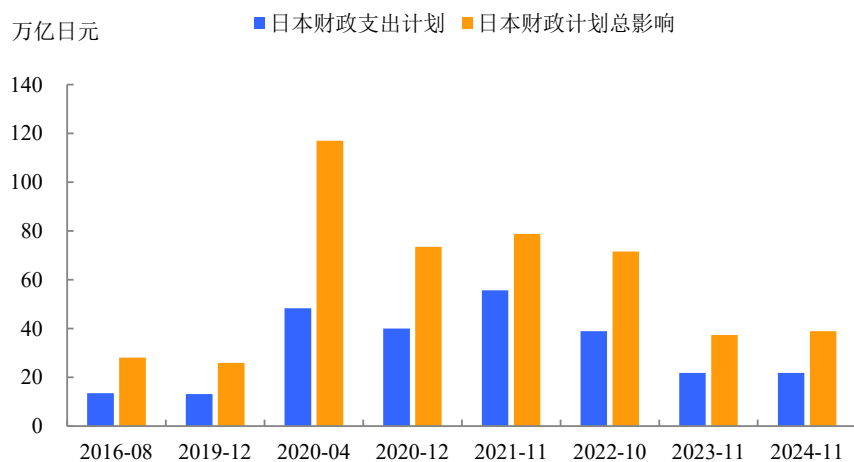


注: 截至2024年四季度;

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

此外,石破茂批准的2025年财政支出计划整体力度不低,也为2025年消费和投资恢复提供了支撑。2024年年底石破茂批准2025年21.9万亿日元的财政支出计划,加上对私人部门支出的拉动,总体影响预计约为39万亿日元,相较于去年略有提升,在当前日本经济逐步修复的背景下,这一财政刺激计划并不低。一方面通过提高个人所得税的征税门槛、为低收入家庭提供现金和能源补贴等带动居民收入上涨,抵抗通货膨胀,促进消费;另一方面,支持对半导体和人工智能领域的大规模投资,对企业提供财政援助等也有助于企业未来投资增速的回升。

图6: 石破茂继续推行大规模财政计划

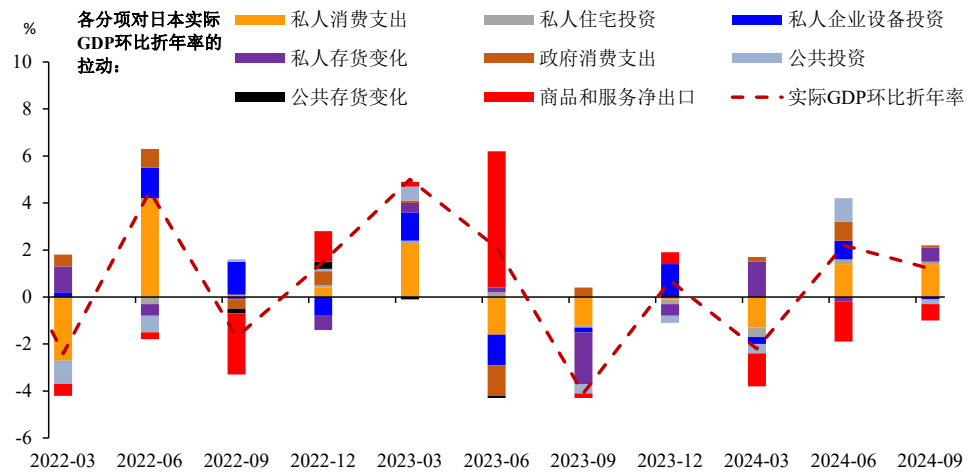


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

## 1.2. 对外，出口也将呈现边际改善

出口方面，我们预计 2025 年或将好于 2024 年。2024 年全球制造业持续下行，日本出口受到明显影响。2024 年前三季度净出口对经济增长均造成明显拖累。此外，日央行加息导致的日元短期波动也对出口造成了一定压力。

图7：2024 年净出口对经济增速造成持续拖累

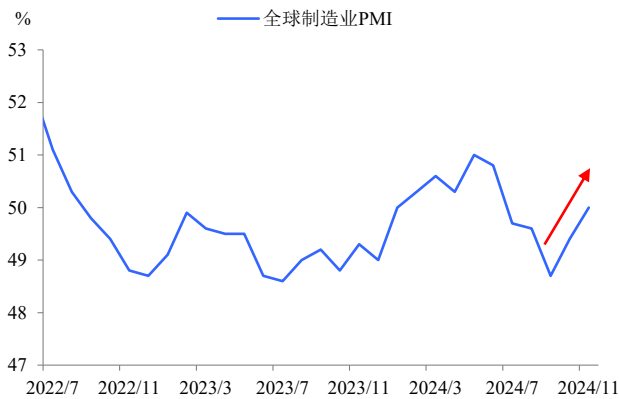


注：截至 2024 年第三季度；

数据来源：Wind，东吴证券研究所

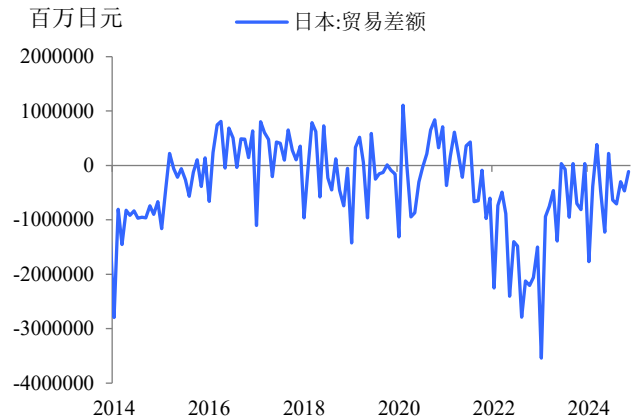
2025 年，利好日本出口的因素多起来。其一，在全球降息、经济温和修复的背景下，预计全球制造业 PMI 逐步改善。当前全球制造业 PMI 已经连续 2 个月回升，11 月重回荣枯线。如果 2025 年外需环境进一步改善，将会带动日本贸易逆差进一步收窄。

图8：全球制造业 PMI 持续修复



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图9：日本贸易逆差有望收窄



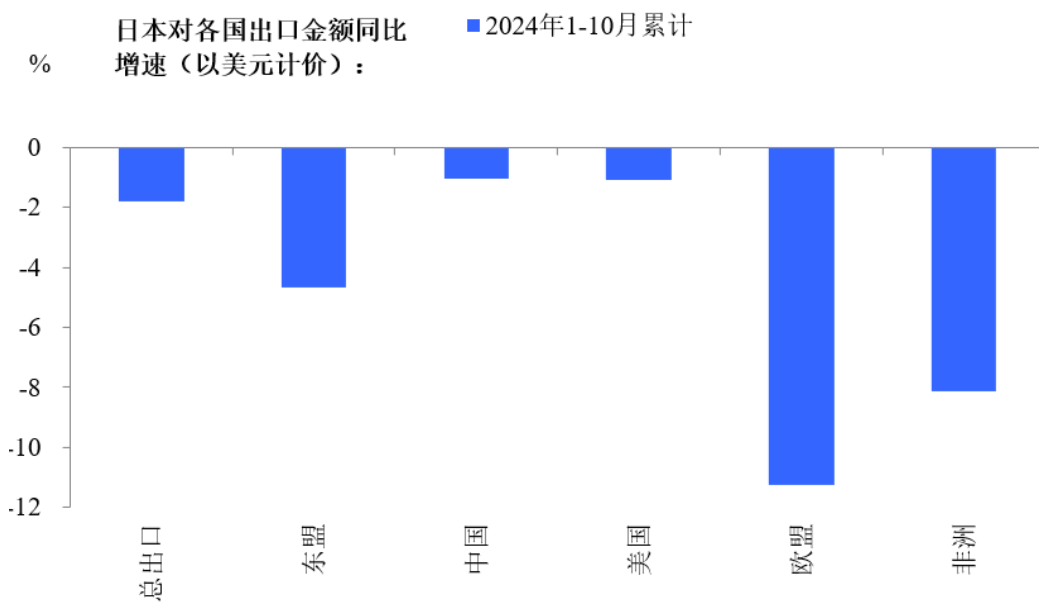
注：截止至 2024 年 11 月；

数据来源：Wind，东吴证券研究所

其二，受益于地缘政治紧张带来的订单转移，日本出口进一步迎来利好。2025 年中美贸易摩擦倘若进一步升级，美国对华进口大幅下行，日本可能承接部分友岸外包美国订单，日本也将成为中美贸易摩擦的受益者。

国别上，2025 年受益于低基数以及各国经济温和修复的影响，日本对各国出口预计均有不同程度的回升。2024 年 1-10 月来看，日本出口受欧盟、东盟、非洲等拖累较大，2025 年在低基数以及各国经济温和增长的影响下，对这些地区出口降幅预计收窄。此外，受益于中国内需刺激政策以及美国经济韧性的拉动，日本对中美出口或将重回正增长。

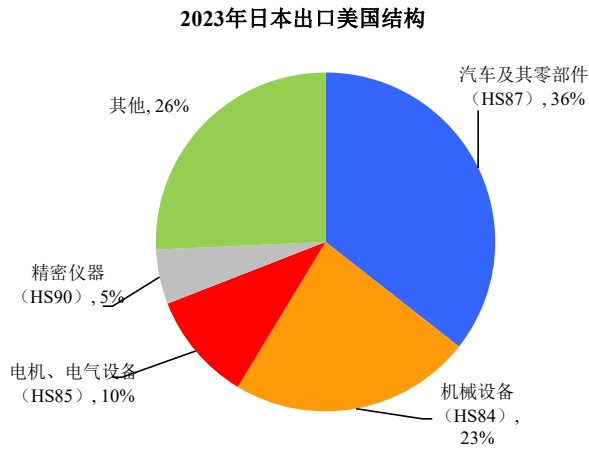
图10：日本对各国出口有望改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

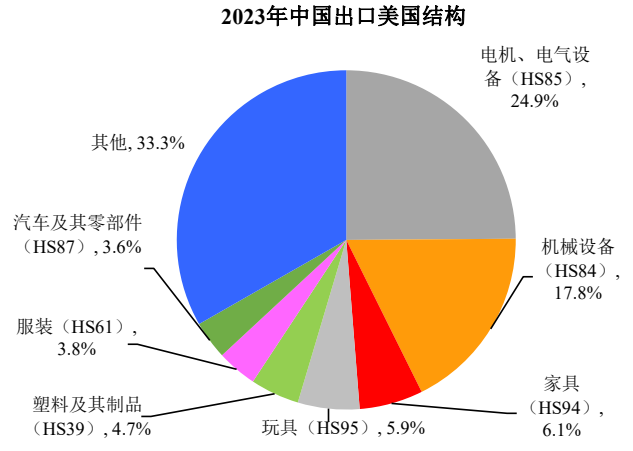
产品上，机械设备、电子、电气机械等产品出口修复力度预计更大。一方面此类产品 2024 年出口表现均不佳，在低基数以及全球经济修复的影响下，出口预计有所好转。且此类产品均为日本竞争力强的行业，从出口结构上来看，中日对美出口中，机械、电子、电气机械均占比较高，中美贸易摩擦下，部分订单或向日本转移。在此基础上，机械、家电、电子等产品出口增速有望延续回升。

图11: 日本出口结构一览



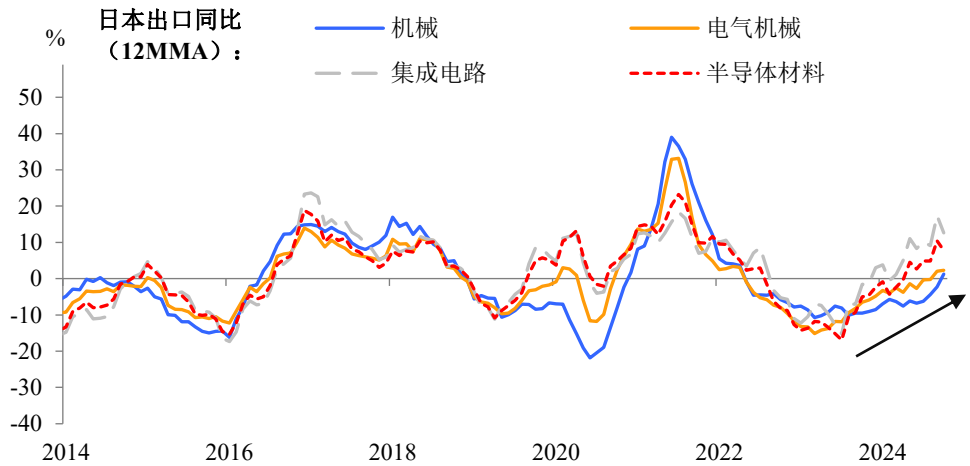
数据来源: Trade Map, 东吴证券研究所

图12: 中国出口结构一览



数据来源: Trade Map, 东吴证券研究所

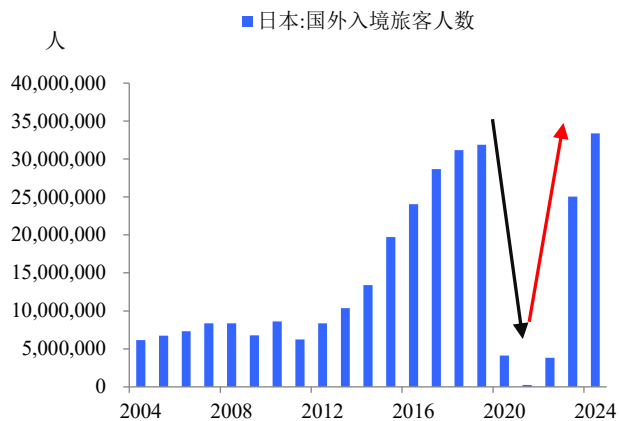
图13: 日本机械、电子等产品出口增速有望继续改善



注: 数据截至 2024 年 10 月;  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

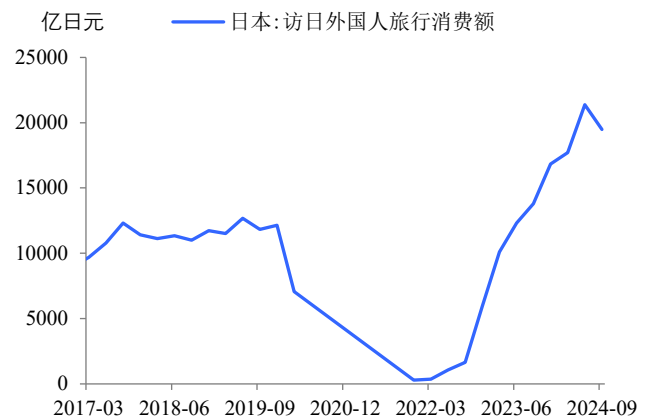
此外, 日本服务贸易的拉动也值得关注, 当前外来人员赴日旅游的恢复极大促进了日本经济的修复。疫情期间日本旅游业遭受重创, 赴日旅游人数急速下滑, 而经过了2022—2023年的修复, 以及在弱势日元的影响下, 2024年1-11月累计赴日旅游人数已经回到了疫情前水平, 预计这一水平在2025年会有进一步的提高, 带动日本住宿、餐饮等服务业的改善。当前赴日的外国人旅行消费额创下新高, 旅游服务经常账户也持续保持净顺差, 带动经常账户逆差收窄。

图14: 日本国外入境旅游人数回到疫情前水平



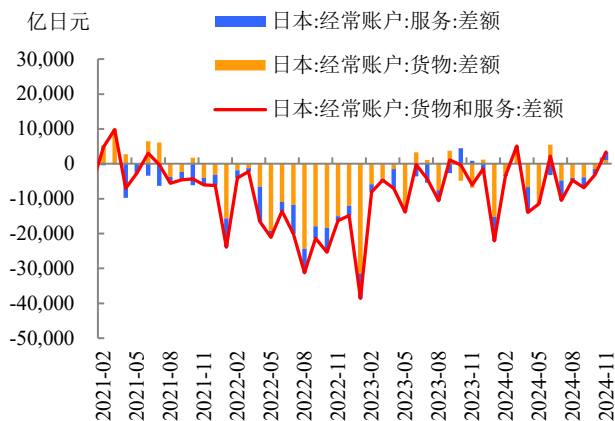
注: 2024 年为 1-11 月累计;  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 入境旅游带动消费服务业改善



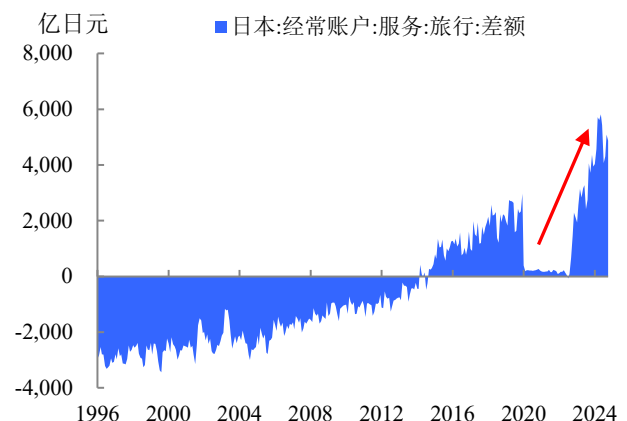
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 日本经常账户逆差收窄



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 日本旅游服务保持净顺差



注: 2024 年截止至 11 月;  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

综上, 在内需、外部环境好转的背景下, 日本经济延续修复。预计日本 GDP 2024 年同比增长-0.2%, 2025 年回升至 1.2%。

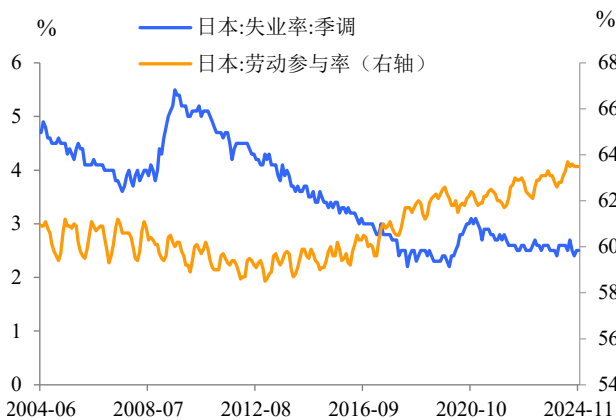
但也需谨防潜在日本经济下滑风险, 包括但不限于: 1、日本实际薪资增长不及预期, 居民消费放缓; 2、日元快速升值导致日本商品出口竞争力减弱, 同时赴日旅游人数出现下滑; 3、日本政局的不确定性导致财政政策受阻。

### 1.3. 经济修复下，日央行预计 2025 年加息 50bp

2025 年日央行货币延续收紧，核心原因仍在于通胀的温和复苏，主要来自：

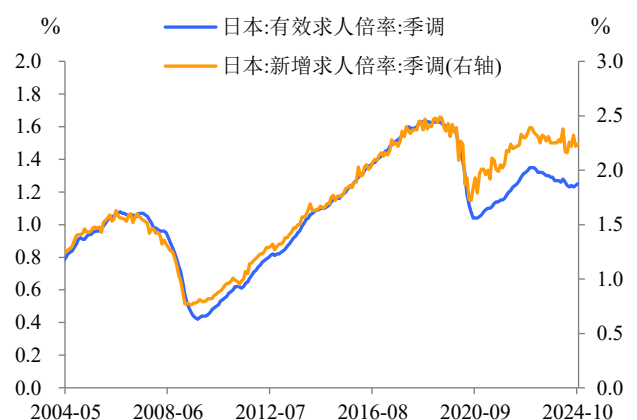
**第一，日本劳动力市场仍相当火热。**当前日本失业率持续保持在较低水平，日本有效求人倍率（有效需求人数与有效求职人数之比）当前仍处于历史较高的水平（且大于 1），显示劳动力市场依然紧张。这有助于进一步提高日本劳动力的薪资水平，也为通胀保持在 2% 的目标水平提供了强劲支撑。

图18：日本失业率较低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

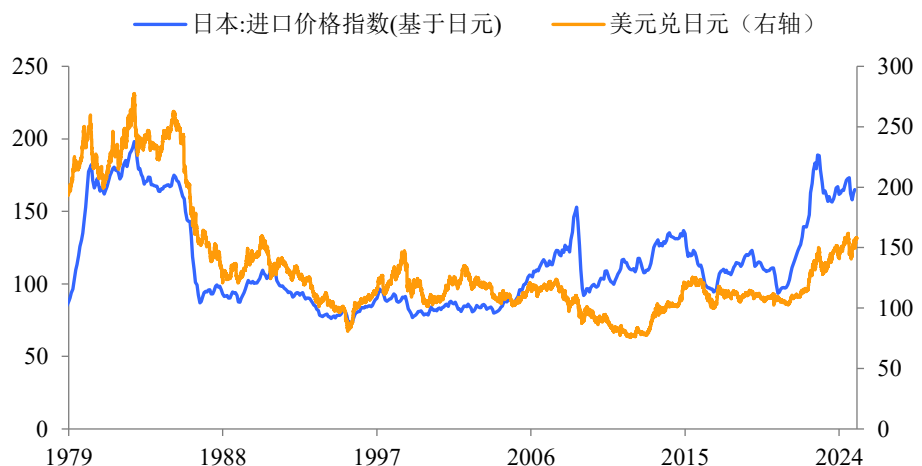
图19：日本求人倍率保持较高水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**第二，日元相对美元承压也将继续带来一定的输入性通胀。**虽然 2025 年随着日央行的加息，美日利差有望收窄，有助于日元升值，但由于美国强劲的经济表现，美债收益率高企，以及特朗普政策带来的强烈再通胀预期的影响下，美元相对日元将依旧强势，这可能导致以日元计价的进口价格仍保持在较高水平，带来一定输入性通胀。

图20：日元贬值导致输入性通胀

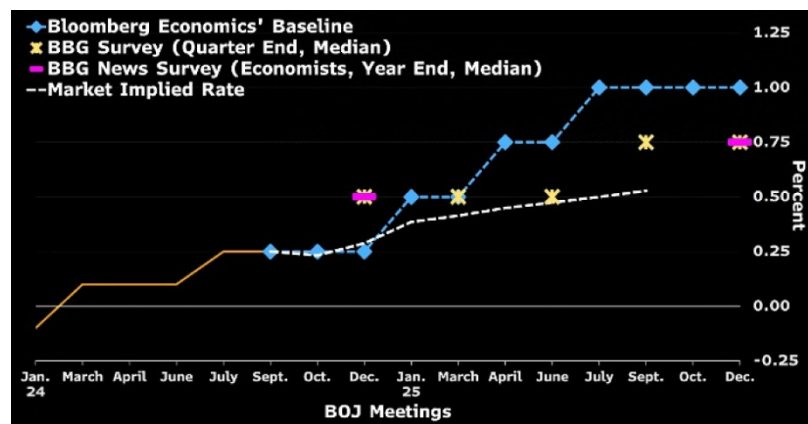


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2025 年，日央行预计延续货币政策正常化，全年加息 2 次，共 50bp。**

当前来看，随着日元再次跌入 155-160 区间，日央行稳汇率需求较强，且随着 2024 年 12 月通胀继续稳定在 2% 以上以及服务业 PMI 的继续回升，日央行加息的必要性上升。当前日央行多位官员发言均向市场暗示可能继续加息。植田和男甚至表示，如果经济和物价持续改善，将在 1 月议息会议讨论进行加息，最晚不会超过 3 月，下一次加息可能最早将于 7 月展开。

图21：日本央行政策利率预测



数据来源：Bloomberg，日本央行，东吴证券研究所

## 2. 日股：仍具有投资价值

### 2.1. 经济有望继续恢复，叠加企业改革增厚日股 EPS，日股有望继续上涨

**第一，温和通胀依旧是主题。日本 2025 年经济有望加快复苏。**在实际工资上涨支持下，消费者信心有所恢复，从而形成消费继续逐步扩张的可能性，巩固日股上攻底气。

**第二，企业治理改革会继续激发活力，有望持续增厚日股 EPS。**2024 年，日本股市是亚洲最受欢迎的市场。其中三分之一的投资者偏好日本是因为日本公司治理的改善：2023 年 3 月，东京证券交易所宣布，要求主要市场（Prime）和标准市场（Standard）的所有上市公司采取“实现意识到资金成本和股价管理措施”（Action to Implement Management That Is Conscious of Cost of Capital and Stock Price），进一步从制度层面推进了日本股市估值改善预期。

图22: 日本企业改革细则

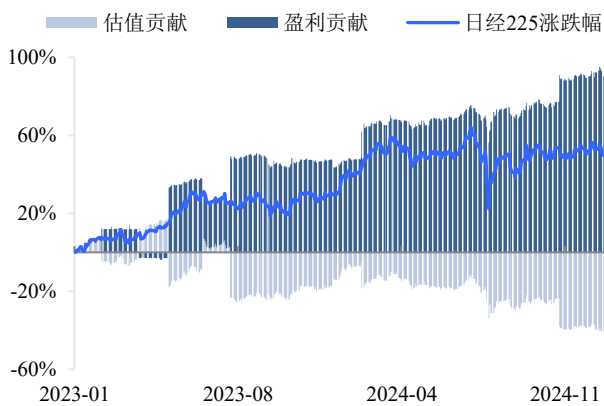
项目分类	主要内容
现状分析	分析和评估目前的情况和市场评价 准确了解公司的资本成本和资本收益率
制定计划并公开披露	通过董事会讨论和制定具体措施 向投资者清晰地披露相关内容
执行相关措施	推动以资本成本和股价为导向的经营 信息公开, 积极与投资者进行对话

注: 细则源自“实现意识到资金成本和股价管理措施”(Action to Implement Management That Is Conscious of Cost of Capital and Stock Price)

数据来源: 东京证券交易所, 东吴证券研究所

2024 年日经 225 涨幅 19%，以盈利改善为主。2023 年上半年，是日股上涨动力切换的转折点，日股上涨实现由估值到盈利的切换。2025 年，我们认为在盈利进一步增厚的同时，考虑到日经的估值仍旧处于偏低历史分位水平，估值有进一步提升空间。

图23: 2024 年日股的上涨主要靠盈利



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图24: 日经 225 的估值当前处于较低的分位水平

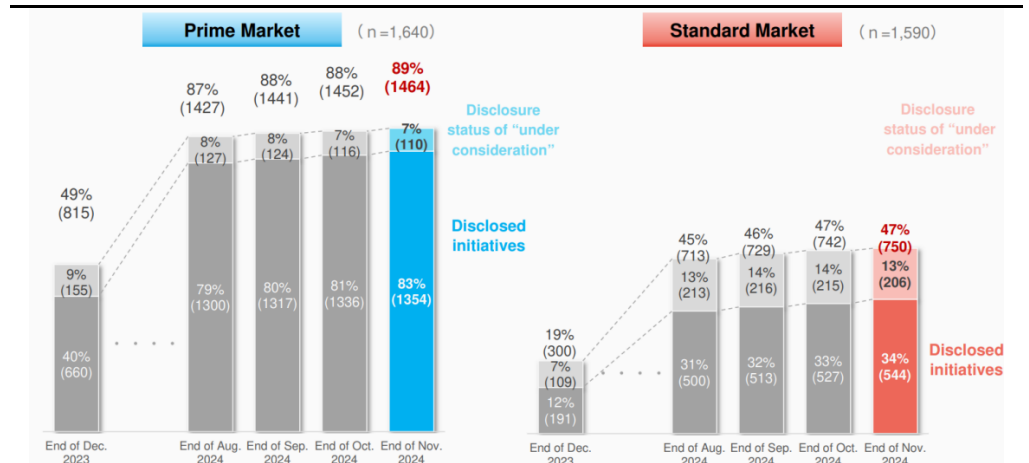


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

## 2.2. 日本企业改革已取得了一些效果，未来预计效果能够延续

更多的日本上市公司披露资金成本和股价信息。截至 2024 年 11 月 30 日，89% 的 Prime Market 上市公司和 47% 的标准市场上市公司进行了资金成本和股价管理措施信息披露，从 2023 年年底的 49% 和 19% 实现进一步的上涨。

图25: 日本上市公司披露资金成本和股价管理的数量实现进一步上涨

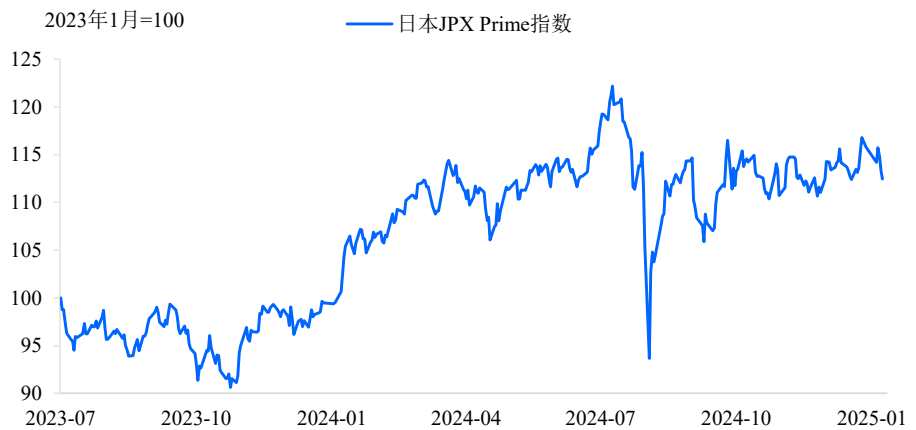


注: 数据截至 2024 年 11 月底

数据来源: 东京证券交易所, Medium, 东吴证券研究所

这一有效性体现在日本股市上涨, 尤其是代表企业盈利的 JPX Prime 150 上涨, 2024 年迄今 (截至 2025 年 1 月 13 日) 上涨 13.2%。

图26: 日本最具有盈利能力的 150 家上市公司的指数表现良好



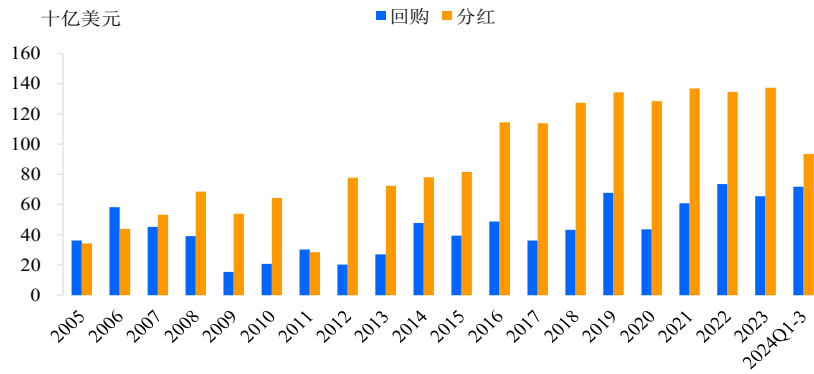
注: 筛选标准 1) 对于市场估值, 采用 PBR; 2) 对于资本回报率使用股本利差, 即股本回报率 (ROE) 与股本成本 (投资者的预期回报率) 之间的差额。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

此外, 分红和回购规模不断加大, 明显增强了市场投资者信心。企业改革措施不仅对公司范围内进行分析和评估, 还针对每个业务细分部门计算投入资本回报率并与平均资金成本进行比较, 及时对回报率不足的部门进行整改。尤其是净值比 (PBR) 小于 1 的企业。

因此公司更加注重投资回购和派息, 大部分公司逐年提高了股票回购和分红派息。上市公司的分红保持平稳增长, 增加了日本股市的吸引力, 使得市场愿意给到日股更高的估值。

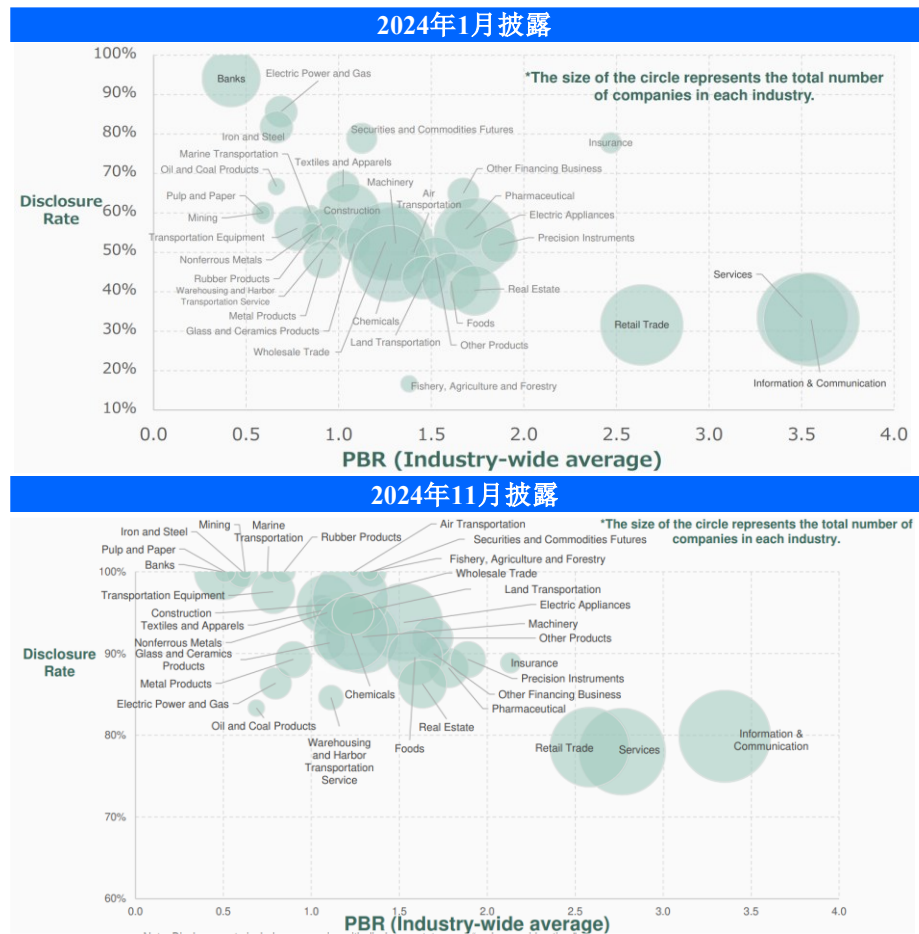
图27: 日本上市公司分红、回购规模不断上涨



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

在披露方面, 日本各行各业都取得进展。根据东京证券交易所, 随着披露率的普遍上涨, 各行业的 PBR 也呈现相应的提升趋势。2024 年 11 月与 1 月相比, 大部分行业披露率平均提高 10%-20%, 对应 PBR 上涨了约 0.5-1。目前来看, 披露率最高的是银行、原材料、金属行业等; 披露率变化最显著的是农林牧渔行业。

图28: 2024 年行业信息披露率与 PBR 变化趋势对比

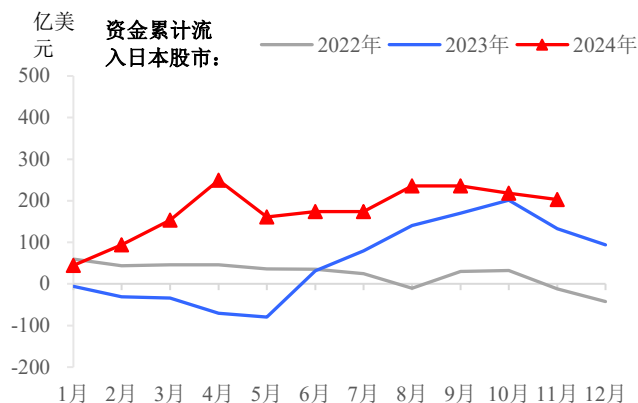


数据来源: Japan Exchange Group, 东吴证券研究所

### 2.3. 预计还会有增量资金入场

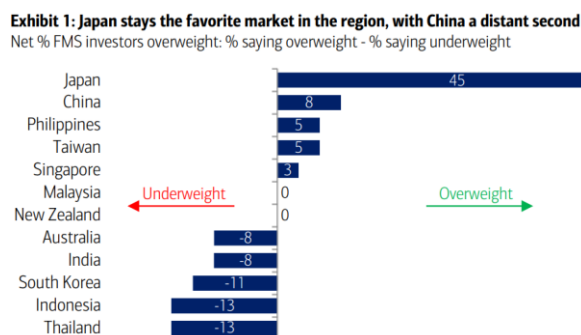
一是外资看好：受惠于市场对日本企业管治改革成效的预期持续提升，日本摆脱通缩以及日央行货币政策正常化等利好因素，海外投资者对日本净看重 45%，资金在亚太有意愿配置日本。

图29：资金流入日本市场的情况



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

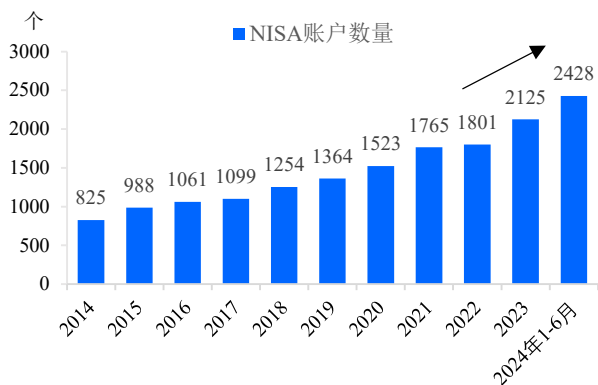
图30：外资在亚太青睐日本市场



数据来源：Bofa，东吴证券研究所  
注：来自 12 月美银亚洲基金经理调查

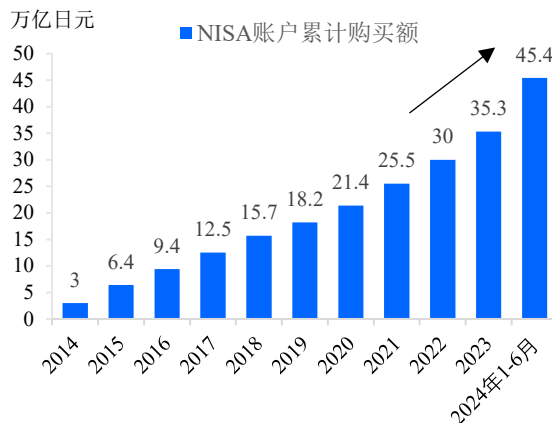
二是资产价格的上涨（股市+楼市）促使日本国内居民信心的加强，预计还有增量资金进入 NISA 账户：日本 2024 年 1-6 月，NISA 账户数量上升到 2428 万个，增加 4.5%。累计买入额上涨 9.5% 至 45 万亿日元。

图31：NISA 账户数量逐步增长



注：2024 年数据截至 6 月底  
数据来源：日本金融厅，东吴证券研究所

图32：NISA 账户购买额不断上涨



注：2024 年数据截至 6 月底  
数据来源：日本金融厅，东吴证券研究所

行业上，我们偏好内需行业。2025年，工资复苏将带动内需增长，内需将在2025年得到进一步提振。日本延续经济回升和温和再通胀态势。因此继续看好内需相关的行业，比如银行、保险、房地产、零售、建筑以及信息和通信。

**建议避开关税相关行业。**考虑到关税的不确定性，谨慎出口相关行业，如汽车、钢铁和有色金属。以及尤其是对中国风险敞口较高的出口商，如电气和精密行业。

## 2.4. 但是市场也存在一些顾虑

其一，日本央行货币政策正常化，加息或致使日元从贬值转为小幅升值，套利头寸抛售，或导致日股存在短期压力。

图33: 日元及政策利率



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图34: 日元升值或给日股带来压力

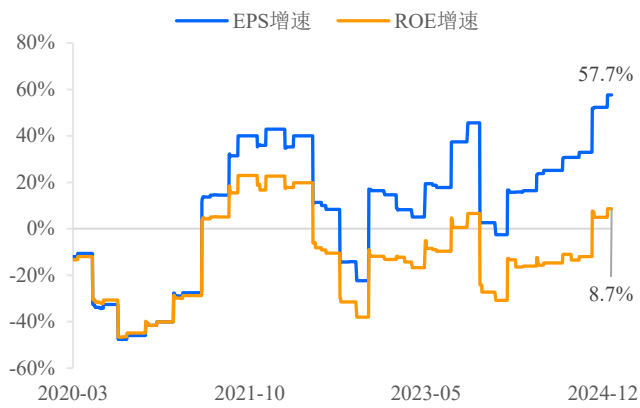


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

其二，**财政增税政策或会增加企业盈利压力。**石破茂主张通过增加税收和削减不必要的支出来平衡预算，他提议增加法人税、强化金融所得税及提高消费税。这将对企业和居民形成压力，有可能对企业盈利造成影响，日股或将承压。

其三，**当前日股上涨，主要依赖企业回购。**2024年，日股上涨主要靠大市值公司大规模股票回购。往后看，市场预期东证指数EPS在未来实现进一步上涨。但对于中小盘企业的增速，涨幅可持续性存在担忧。

图35: 日经 225 EPS 上涨主要依靠回购, 并非 ROE



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

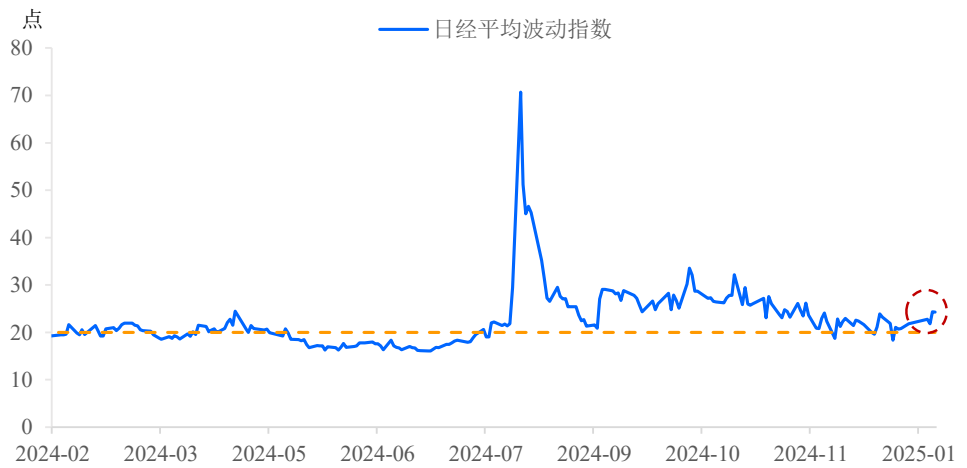
图36: 日本大盘 eps 预期进一步上涨, 中小盘存在担忧



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

其四, 谨慎情绪仍存在。由于日本央行在加息路径上的不确定性, 或让经济复苏的脚步停滞。日经平均波动指数为 22, 自 2024 年 7 月以后, 持续超过市场前景风险的 20。作为情绪指标之一, 这意味着股价持续走高的前景存疑, 投资者的谨慎情绪仍存在。

图37: 日经平均波动指数



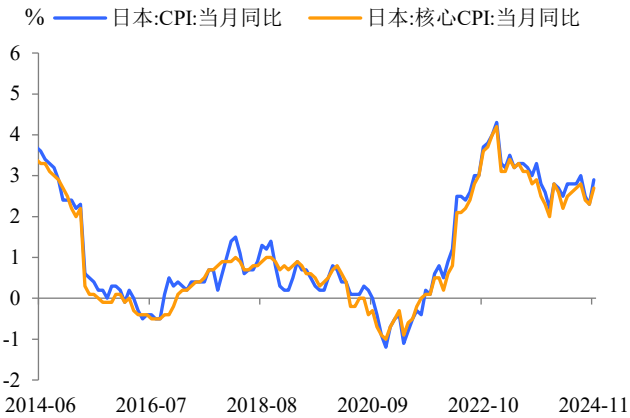
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

### 3. 日债: 收益率将进一步上行

2025 年, 日本宏观经济加速复苏, 在通胀温和增长的背景下, 日央行预计延续货币政策正常化。在此影响下, 我们预计日本长期债券利率将继续呈现上行态势。截止至 2024 年 12 月, 日本企业对未来 1 年一般价格的预期仍保持在 2.4% 的较高水平, 大于日本央

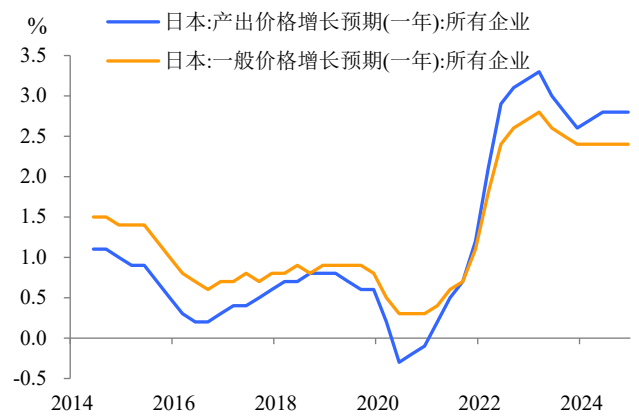
行 2% 的通胀目标。市场预期 2024、2025 年日本 CPI 同比分别为 2.6% 和 2.2%，为日央行进一步加息提供支撑，2025 年日央行货币政策将进一步延续正常化，从而带动日债收益率上行。

图38：日本通胀温和复苏



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39：日本未来一年通胀预期稳定在 2% 以上



注：截至 2024 年第四季度；

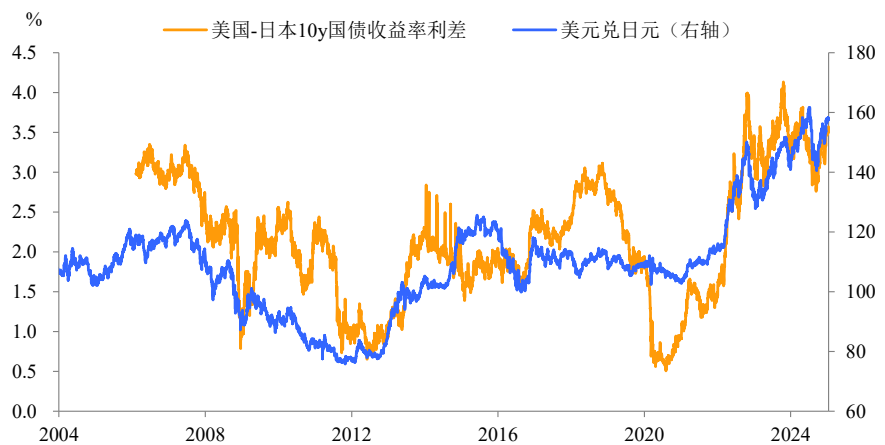
数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 日元：预计小幅升值，但强美元下依然承压

2025 年，在日央行加息的影响下，日元或将小幅升值。若考虑强势美元以及美日利差，日元依然相对承压。

一方面，日本经济的修复和日央行货币政策正常化的延续下，日债收益率将进一步上升，带动美日利差收窄，有助于日元升值。

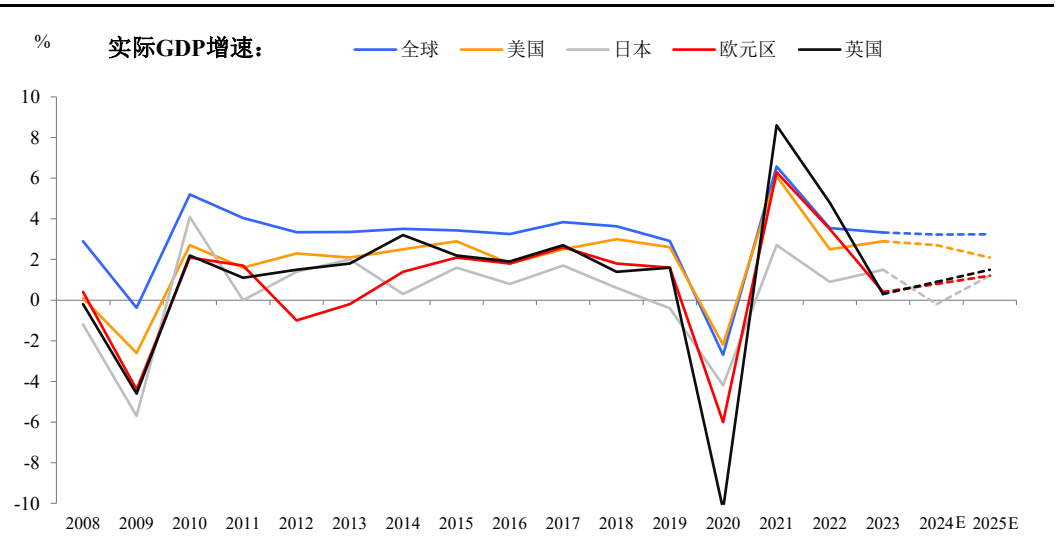
图40：日本货币政策正常化下，美日利差收窄有望带动日元升值



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

但另一方面，美元对日元的压制仍较为明显。2025年在强劲的经济表现，通胀预期回升以及关税政策的影响下，美债收益率预计仍维持较高水平，美元指数也将维持强势，在此背景下，日元仍将相对承压。

图41：美国经济保持相对强劲



数据来源：Wind, IMF, Bloomberg, 东吴证券研究所

综上，往后来看，通胀等数据的指引和日央行官员的表态对日元的走势尤其重要，以暗示可能存在的加息时点，对日元产生拉动。

但整体上，在美国较强的经济表现以及较高的利差影响下，日元并不具备大幅走高的条件，预计日元整体在 150 附近震荡。

## 5. 风险提示

- 1) **地缘政治风险**：如果全球地缘冲突再起，将影响全球贸易及全球经济增速；
- 2) **美国经济衰退**：导致美联储降息路径发生变化，全球降息进程受扰动；
- 3) **“黑天鹅”事件突发**：全球“黑天鹅”事件风险，将造成宏观冲击、政策影响和突发事件干扰；
- 4) **历史经验不代表未来**：历史会重演，但不会简单地重复。因宏观经济、政策等因素的变化，过往历史数据得出的经验可能在未来失效。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>