

策略点评 20250125

日央行加息，日股未来如何演绎？

2025年01月25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

- **事件：**2025年1月24日，日本央行如期加息25个基点，将目标利率从0.25%上调至0.50%。本次加息幅度为2007年以来最大，利率升至2008年10月以来新高。日央行维持经济预期不变、上调通胀预期。

本次日央行加息主要基于：强劲的通胀数据（日本核心CPI同比上涨3%，高于上月的2.7%，日本核心通胀已连续33个月达到或超过日本央行2%的目标水平）是支持日本央行本次加息的主要理由；2025年春季劳资谈判（春斗）有望实现加薪；特朗普就任美国总统，尚未提及日本关税，海外不确定性下降。

■ 观点

- 我们认为此次加息不会引起日股大幅回调。

一，尽管此次加息幅度大，但市场已有充分预期。

二，上一次日本加息导致日股大幅回调，此次情景与之不同。2024年7月31日，日央行立场由鸽转鹰，将基准利率从0-0.1%上调至0.25%，引发日本利率快速上涨，日股剧烈调整。这其中有：利率上行引发的日股自身去杠杆，借日元买日股的投资者选择卖出日股；也有彼时美国增长预期快速下行，2024年7月非农就业人数大幅不及预期，引发美国衰退担忧，日元套息交易平仓和美股去杠杆，进一步加剧日股下跌。

当前观察导致日股深度下跌的内外因素皆不具备：日元套息头寸平仓压力较低。根据CTFC数据，上一轮日央行加息前，日元净空头头寸从7月9日当周的18.4万张快速回落至7月30日当周的7.3万张；而当前截至1月14日当周日元净空头头寸并未出现明显回落，日元净空头头寸较强反映出当前套息交易压力较弱。

此外，美国经济目前增长有韧性，不具备来自美国的经济衰退风险：1) 美国非农就业增长超预期、2) 12月制造业PMI创九个月新高达49.3，超过预期及前值、3) 美国1月零售销售环比意外增长3%，为2021年3月以来最大增幅。

叠加从长期视角来看，特朗普推行“美国优先”政策，美国经济增长是特朗普重要政绩之一，美国经济增长或更强劲。此外从情绪面来看，市场对美国经济增长情绪仍然乐观并至2022年以后最高点。

- 往后看，我们认为日股仍存在上涨空间：

其一，日本经济有望继续恢复，日股下跌有底。短期内，我们认为日股跌幅的深度主要取决于基本面的变化。重要抓手在于工资提高带来的内需改善，市场预期2025年春季劳资谈判进一步实现加薪5%，2025年GDP实现进一步增长。

其二，企业治理改革有望持续增厚日股EPS。日本企业改革，更多的日本上市公司披露资金成本和股价信息，且分红和回购规模不断加大，增厚EPS。预计随着日本上市公司披露率的进一步提升，EPS增厚效果有望持续。

不过，特朗普全球加征关税的风险仍在。日本高度关注特朗普关税风险，例如日本财务省财务官三村淳表示：“必须关注（关税政策的）详情与目的。根据对象是国家还是行业、以及上调的时期，会产生不同的影响。”

- 我们预计日本央行将在7月或9月进行下一次加息。下次加息前日股悲观因素基本price in，存在进一步上行空间。但也要继续观察日央行的持续动态调整策略。

- **风险提示：**地缘政治风险；日本工资上涨不及预期；日本经济政策刺激不及预期；美国通胀超预期等

相关研究

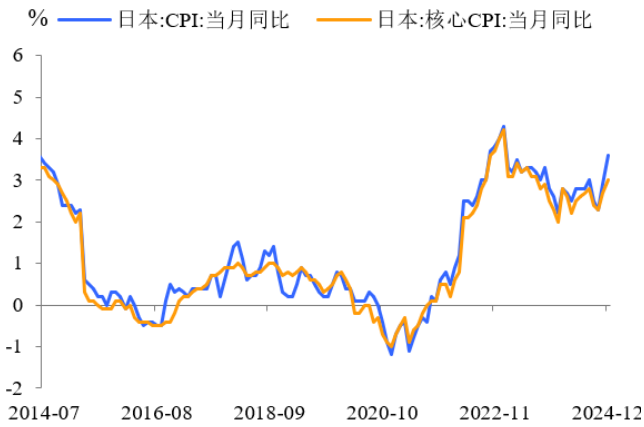
《中长期资金入市将对市场风格带来什么影响？》

2025-01-24

《主动增配金融，电子超配比例大幅提升——2024Q4公募基金持仓分析》

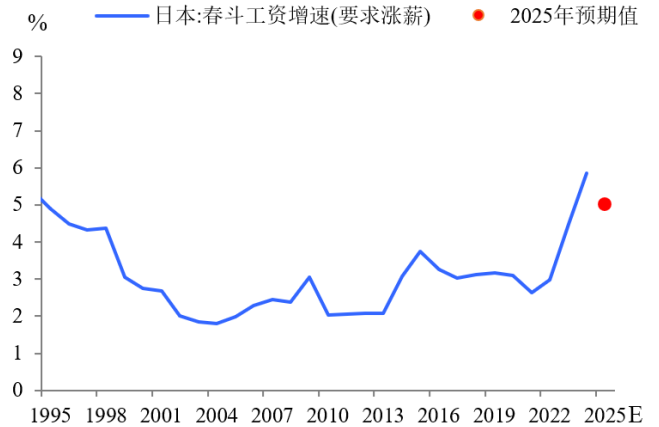
2025-01-22

图1: 日本通胀持续回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 预计 2025 年春季劳资谈判进一步实现加薪 5%



数据来源: Bloomberg, 路透社, 东吴证券研究所

图3: 2024 年日央行加息前后, 日本股、债、汇表现汇总

日央行2024年以来, 加息前后日本资产价格变化 (周涨跌幅)										
	2024-03-19					2024-07-31				
	前一周	后一周	后两周	后三周	后四周	前一周	后一周	后两周	后三周	后四周
日股 (%)	3.0	1.7	-1.4	-0.1	-2.2	-1.2	-8.9	5.1	4.7	0.8
美元兑日元 (%)	2.7	1.6	0.1	0.1	1.9	-3.6	-4.0	2.1	-1.0	-0.5
10年期日本债券 (bp)	-3.8	0.7	1.3	5.3	13.5	-1.4	-18.5	-24.7	-19.0	-16.7

注: 2024 年 3 月, 日本央行结束了实施长达十年之久的负利率政策, 将政策利率从-0.1%上调至 0-0.1%; 2024 年 7 月日本加息 15bp, 将政策利率由 0%-0.1%上调至 0.25%

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 2024年7月日央行加息导致利率上行



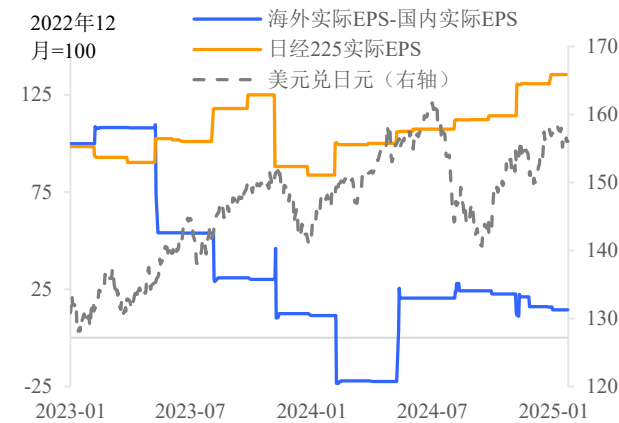
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2024年7月加息后日元快速升值



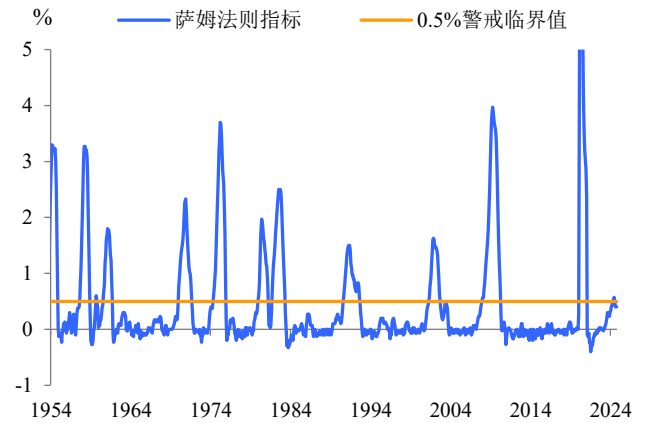
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 日元升值对日股eps的影响减弱



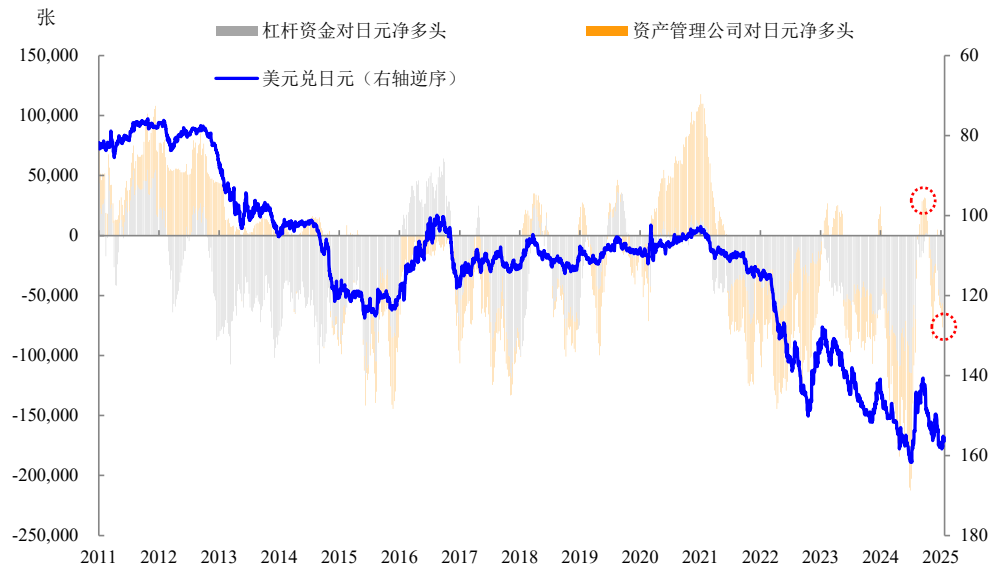
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 2024年7月美国非农放缓触发萨姆法则



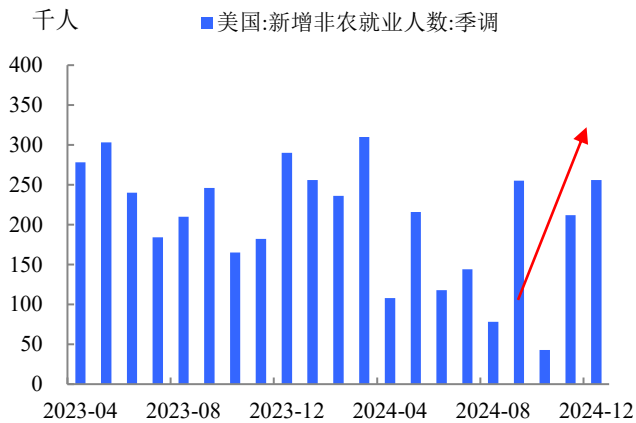
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 当前日元净多头并未出现明显回升



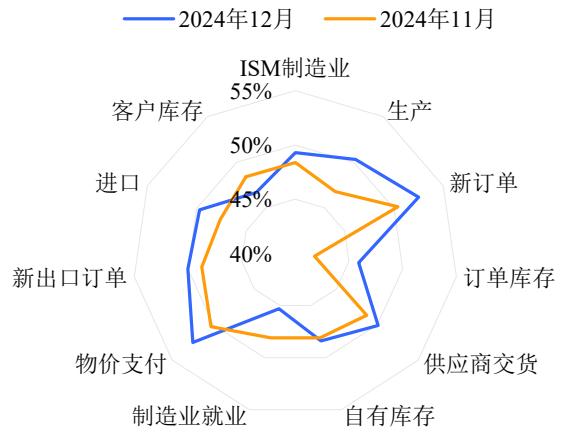
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 美国新增非农就业人数回升



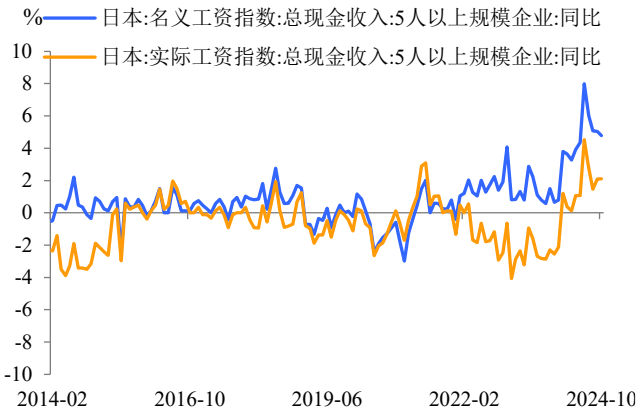
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 美国制造业 PMI 回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 日本实际工资增速转正



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 日本消费者信心逐步修复



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

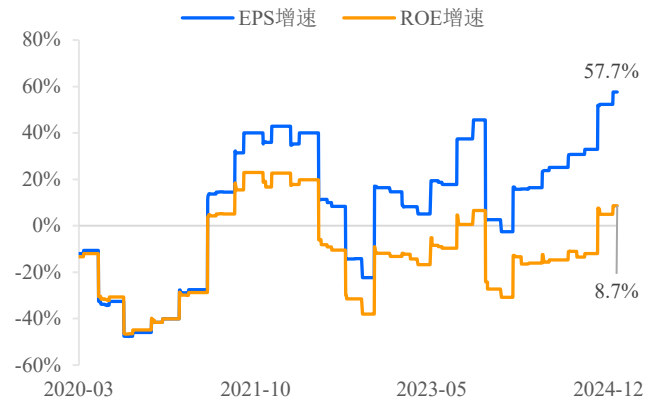
图13: 日本上市公司披露资金成本和股价管理的数量实现进一步上涨



注: 数据截至2024年11月

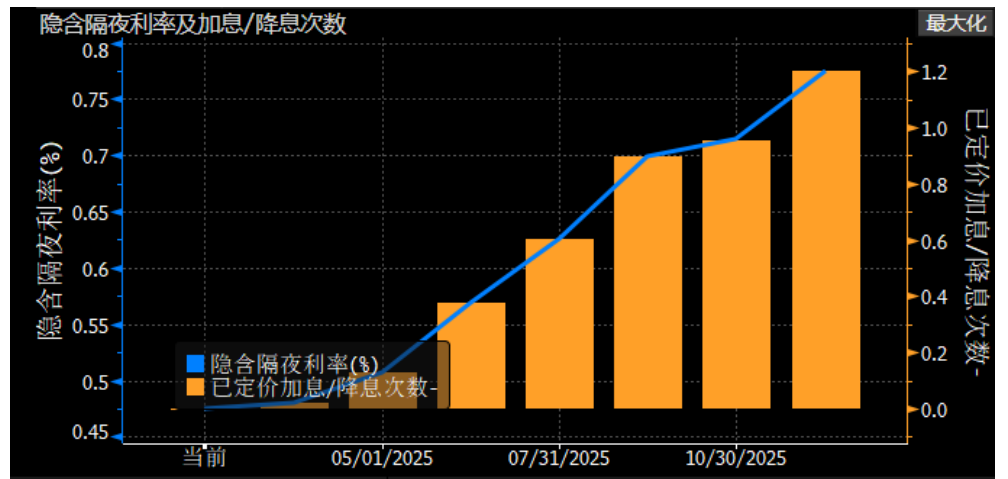
数据来源: 东京证券交易所, Medium, 东吴证券研究所

图14: 日经225的EPS增速不断上涨



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图15: 目前市场预期 2025 年 6 月和 9 月, 日本进一步加息



注: 数据截至 2025 年 1 月 25 日

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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>