



研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《关注内外需动能切换，促消费扩内需应有持续性》 - 2025.01.20

宏观观点

通胀与薪资增长强劲，日本央行鹰派加息

● 核心观点

1月24日，日本央行召开利率决议会议，以8比1的投票结果决定将政策目标利率从0.25%上调至0.5%，符合市场预期。同时，日央行还上调了对CPI的预测，并表示如果经济活动和物价前景得以实现，将继续提高政策利率并调整货币宽松的程度。此次利率决议偏鹰派。

在12月的货币政策会议上，日本央行表示，维持利率不变的两原因是外部环境的不确定性和工资趋势有待进一步明朗化。在最新的货币政策会议决议文件中，可以看到央行认为这两点条件均取得了进展。工资方面，企业继去年大幅提高工资后，表示将继续稳步加薪。海外经济方面，特朗普就职尘埃落定，全球金融和资本市场总体稳定，但各种不确定因素仍值得保持关注。物价方面，随着工资水平的持续上涨，CPI也逐渐回升；展望2025财年，受日元贬值等因素影响，进口价格上涨，日本央行预计全年CPI可能在2.5%左右。

周五，日本内务省还公布了12月通胀数据，受到能源价格上涨和取消燃气、电力补贴的影响，日本CPI同比增速从2.9%上升至3.6%，高于3.4%的市场预期，核心CPI（不含食品）同比增速从2.7%上升至3%，符合预期。强劲的通胀数据也进一步夯实了日本央行加息的基础。

加息决议公布后，日元升值，日本10年期国债收益率上升。但在下午的新闻发布会上，行长植田和男的发言偏谨慎，日元回吐部分涨幅。他表示与预期相符的经济和物价是此次加息的最大原因，此前曾担心特朗普政策的冲击。

关于后续的加息节奏，植田行长没有给出明确的前瞻指引，只是说到下一次加息将更多依赖于价格变化，而非经济增长。这种模糊的回答使预测日本央行下次加息的时间变得颇具挑战性。结合植田行长的发言逻辑来看，我们认为，薪资趋势可能是决定下一次加息时机的主要因素。我们预期年内还有2次加息，时间点可能会在6月和12月。但如果“春斗”的薪资谈判结果大幅走强，则加息的时间点存在提前的风险。

● 风险提示：

日本政治局势动荡，政策不确定性较高；日元大幅快速贬值可能增加提前加息压力。

目录

1 核心观点.....	4
2 风险提示.....	6

图表目录

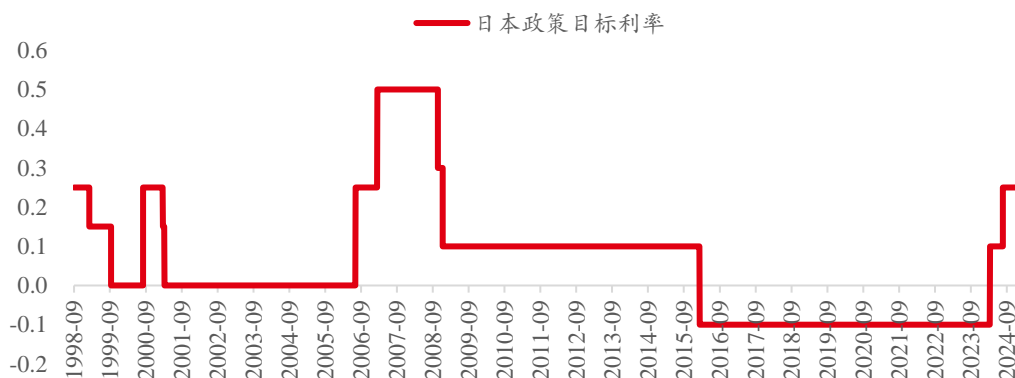
图表 1: 日本央行上调政策目标利率至 0.5% (%)	4
图表 2: 日本央行上调通胀预期 (% , 括号内为相比于 2024 年 10 月预测的差值)	4
图表 3: 通胀数据支持日本央行加息 (%)	5
图表 4: 日元汇率维持震荡	6
图表 5: 日本 10 年期国债收益率上升 (%)	6

1 核心观点

1月24日，日本央行召开利率决议会议，以8比1的投票结果决定将政策目标利率从0.25%上调至0.5%，符合市场预期。同时，日央行还上调了对CPI的预测，并表示如果经济活动和物价前景得以实现，将继续提高政策利率并调整货币宽松的程度。此次利率决议偏鹰派。

在12月的货币政策会议上，日本央行表示，维持利率不变的两大原因是外部环境的不确定性和工资趋势有待进一步明朗化。在最新的货币政策会议决议文件中，可以看到央行认为这两点条件均取得了进展。工资方面，企业继去年大幅提高工资后，表示将继续稳步加薪。海外经济方面，特朗普就职尘埃落定，全球金融和资本市场总体稳定，但各种不确定因素仍值得保持关注。物价方面，随着工资水平的持续上涨，CPI也逐渐回升；展望2025财年，受日元贬值等因素影响，进口价格上涨，日本央行预计全年CPI可能在2.5%左右。

图表1：日本央行上调政策目标利率至0.5%（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

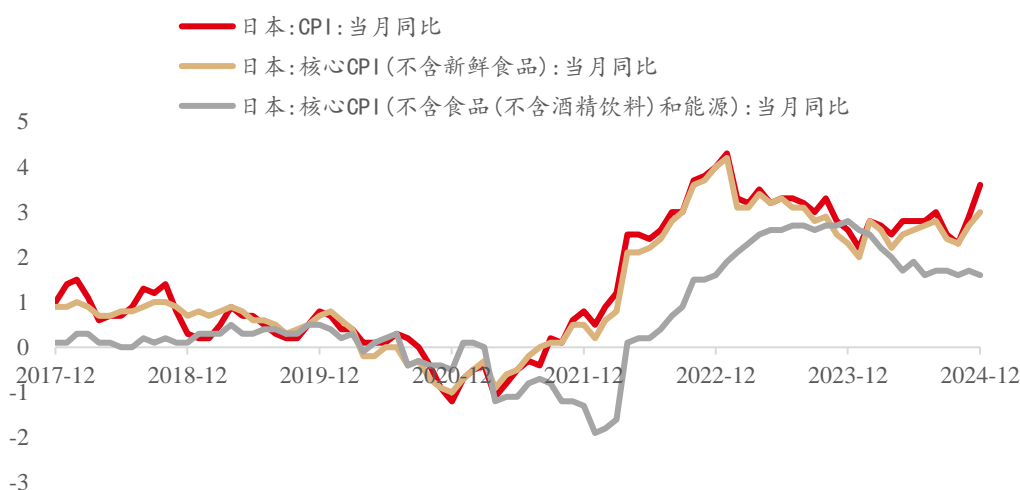
图表2：日本央行上调通胀预期（%，括号内为相比于2024年10月预测的差值）

	2024 财年	2025 财年	2026 财年
实际 GDP	0.5 (-0.1)	1.1 (不变)	1.0 (不变)
CPI (除食品生鲜)	2.7 (+0.2)	2.4 (+0.5)	2.0 (+0.1)
CPI (除食品生鲜和能源)	2.2 (+0.2)	2.1 (+0.2)	2.1 (不变)

资料来源：日央行，中邮证券研究所

周五，日本内务省还公布了 12 月通胀数据，受到能源价格上涨和取消燃气、电力补贴的影响，日本 CPI 同比增速从 2.9% 上升至 3.6%，高于 3.4% 的市场预期，核心 CPI（不含食品）同比增速从 2.7% 上升至 3%，符合预期。强劲的通胀数据也进一步夯实了日本央行加息的基础。

图表3：通胀数据支持日本央行加息（%）



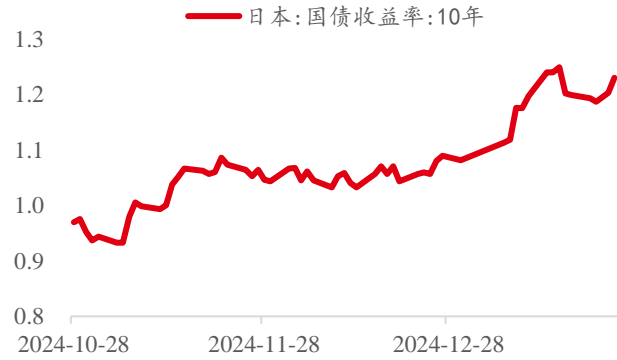
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

加息决议公布后，日元升值，日本 10 年期国债收益率上升。但在下午的新闻发布会上，行长植田和男的发言偏谨慎，日元回吐部分涨幅。他表示与预期相符的经济和物价是此次加息的最大原因，此前曾担心特朗普政策的冲击。

关于后续的加息节奏，植田行长没有给出明确的前瞻指引，只是说到下一次加息将更多依赖于价格变化，而非经济增长。这种模糊的回答使预测日本央行下次加息的时间变得颇具挑战性。结合植田行长的发言逻辑来看，我们认为，薪资趋势可能是决定下一次加息时机的主要因素。我们预期年内还有 2 次加息，时间点可能会在 6 月和 12 月。但如果“春斗”的薪资谈判结果大幅走强，则加息的时间点存在提前的风险。

图表4：日元汇率维持震荡


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：日本 10 年期国债收益率上升 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 风险提示

日本政治局势动荡，政策不确定性较高；日元大幅快速贬值可能增加提前加息压力。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048