

日央行加息：美联储之外的“暗流”

2025 年 08 月 27 日

► 作为影响全球流动性最重要的两个影响因素，美联储已经暂时“认怂”，接下来可能要重视日本央行。在海外市场都在关注一年一度的杰克逊霍尔会议时，在世界的另一个角落，日本国债“跌”出了新高度：20 年日债收益率创下 1999 年以来的新高，30 年日债收益率则是创下面世以来的新高。长债波动的外溢效应已经初见端倪，而下一个关注点可能是日本央行的加息。

► 这个风险已经被美国财长贝森特观察到了。在 8 月中旬的采访中他曾明确呼吁“美国降息、日本加息”，这种公开进行跨国货币“指导”的操作并不多见。作为美债“首席销售”的贝森特的逻辑也很直接：今年以来日本央行落后于曲线，导致日本通胀及其预期问题迟迟无法解决，使得长端日债频频遭抛售，这也会波及美债：此外值得注意的是，7 月参议院选举后的财政扩张预期进一步加剧了通胀预期的发酵，海外投资净购买日本长期国债的规模大幅缩水，7 月仅相当于 6 月的三分之一。

► 一言以蔽之，日本当前的经济难题：劳动力市场偏紧+财政扩张（预期）+日元偏弱+落后于曲线的日本央行=通胀及其预期迟迟得不到缓解。

► 尽管通胀和通胀预期高企，但今年 1 月加息 25bp 后，日央行却持续放加息的“鸽子”，导致货币政策明显落后于曲线：

► 一方面，上半年日本央行保持谨慎的重要考量之一，是对关税不确定性的担忧。4 月以来对等关税及行业（汽车、钢铝等）关税逐步生效，日本出口企业利润承压，降价促销现象凸显，经济下行风险加大；同时，国内居民薪资增速大幅回落，在此背景下，日央行需审慎评估关税对经济增长的长期影响，避免过早加息加剧企业和居民负担；

► 另一方面，今年上半年大部分时间里美元贬值使得日本输入性通胀压力暂时缓解。1 月以来市场对美国“滞胀”的担忧引发资金外流，日元相对美元阶段性走强，缓解了部分输入性通胀压力，这为日央行提供了更多评估空间，但也使其在加息问题上明显滞后。

► 但随着时间推移，短期内日央行加息的条件已愈发成熟：随着日美逐步达成贸易协议，关税不确定性减弱且税率下调，日本央行需重新审视政策路径。而日本国内经济数据的走强也为加息提供了更多依据。

► 而本次杰克逊霍尔会议上鲍威尔的表态为日本央行创造了不错的窗口。在美国通胀反弹、美联储还能暂时放“鸽”的情况下，日本央行加息的效果可能是更好的（加快美日国债利差收窄和日元升值），而这个时间窗口可能就在 9 月和 10 月。再往后，由于四季度美国通胀压力的加大，美联储降息节奏可能不会一帆风顺，这可能很大程度上削弱日央行加息政策的传导效果。

► 而对于市场而言，9 月中旬最大的风险可能是：美联储偏鹰的降息+日本央行加息。

► 风险提示：特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓；日央行货币政策调整不及预期。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 邵翔

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师 林彦

执业证书：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

研究助理 武朔

执业证书：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

相关研究

1. 2025 年 7 月工业企业利润点评：“反内卷”

对企业利润的初步影响-2025/08/27

2. 2025 年 8 月经济数据前瞻：8 月经济：股

市涨能否带动实体反弹？-2025/08/26

3. 海外市场点评：美元弱一定需要降息吗？-2

025/08/24

4. 海外市场点评：杰克逊霍尔会议：给降息预

期“踩刹车”？-2025/08/22

5. 资产价格研究：A 股 VS 美股：“跑赢”行

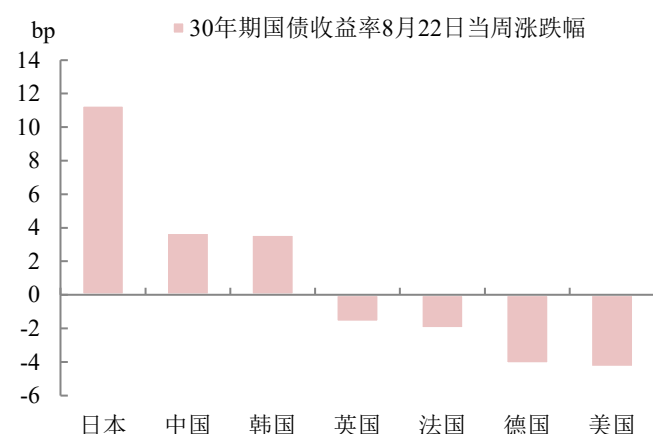
情的来龙与去脉-2025/08/21

目录

1 日本当前的经济难题	4
2 日央行何时加息?	8
3 风险提示	10
插图目录	11

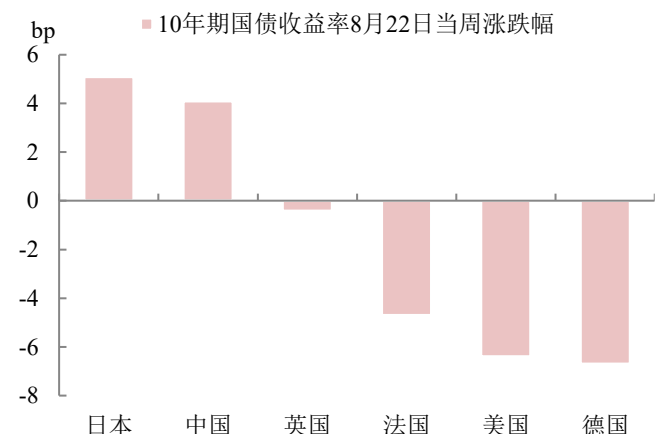
作为影响全球流动性最重要的两个影响因素，美联储已经暂时“认怂”，接下来可能要重视日本央行。在海外市场都在关注一年一度的杰克逊霍尔会议时，在世界的另一个角落，日本国债“跌”出了新高度：20年日债收益率创下1999年以来的新高，30年日债收益率则是创下面世以来的新高。长债波动的外溢效应已经初见端倪，而下一个关注点可能是日本央行的加息。

图1：日本30年国债收益率飙升



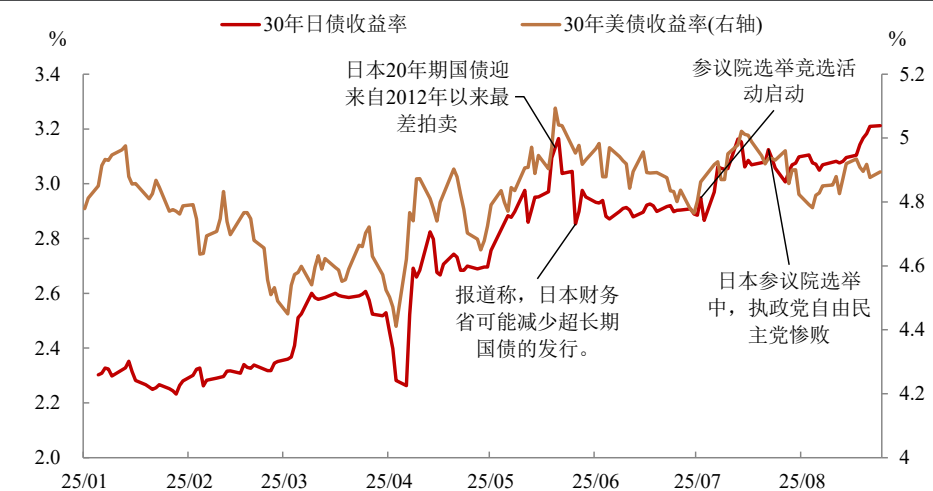
资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：日本10年国债收益率也明显上行



资料来源：彭博，民生证券研究院

图3：日债波动引发美债风险联动



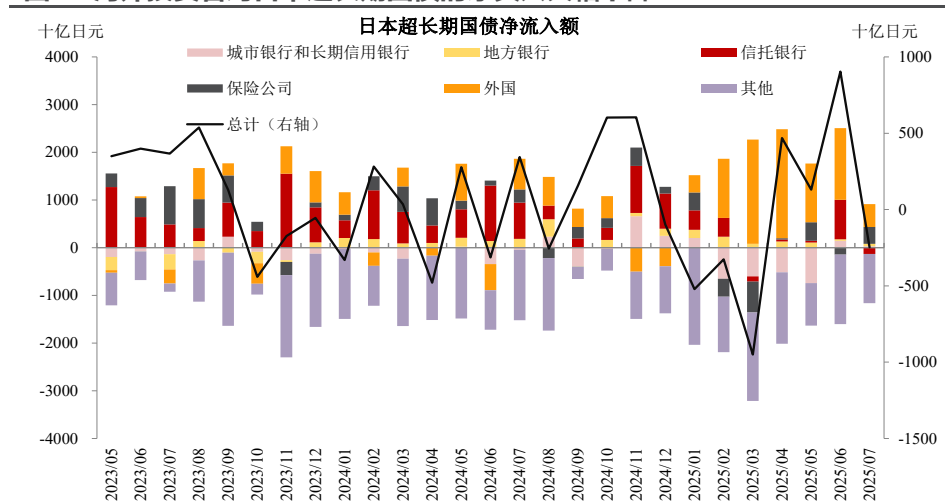
资料来源：彭博，民生证券研究院

这个风险已经被美国财长贝森特观察到了。在8月中旬的采访中他曾明确呼吁“**美国降息、日本加息**”，这种公开进行跨国货币“指导”的操作并不多见。作为美债“首席销售”的贝森特的逻辑也很直接：今年以来**日本央行落后于曲线，导致日本通胀及其预期问题迟迟无法解决，使得长端日债频频遭抛售，这也会波及美**

债。

此外值得注意的是, 7 月参议院选举后的财政扩张预期进一步加剧了通胀预期的发酵, 海外投资净购买日本长期国债的规模大幅缩水, 7 月仅相当于 6 月的三分之一。

图4：海外投资者对日本超长期国债的净买入大幅下降

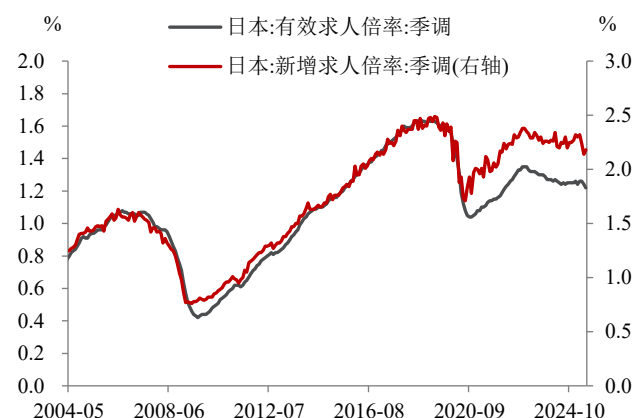


资料来源：CEIC，民生证券研究院

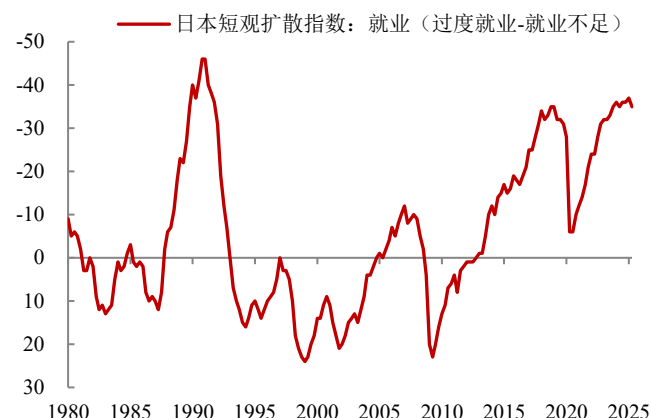
1 日本当前的经济难题

一言以蔽之，日本当前的经济难题：劳动力市场偏紧+财政扩张（预期）+日元偏弱+落后于曲线的日本央行=通胀及其预期迟迟得不到缓解。

劳动力短缺下，工资持续上涨，这成为日本通胀的重要基础。长期以来，人口结构变化、生育率低迷及雇佣制度弊端导致日本劳动力市场持续紧张，近年来日本有效求人倍率（职位空缺/求职者）整体维持在 2000 年以来的高位。

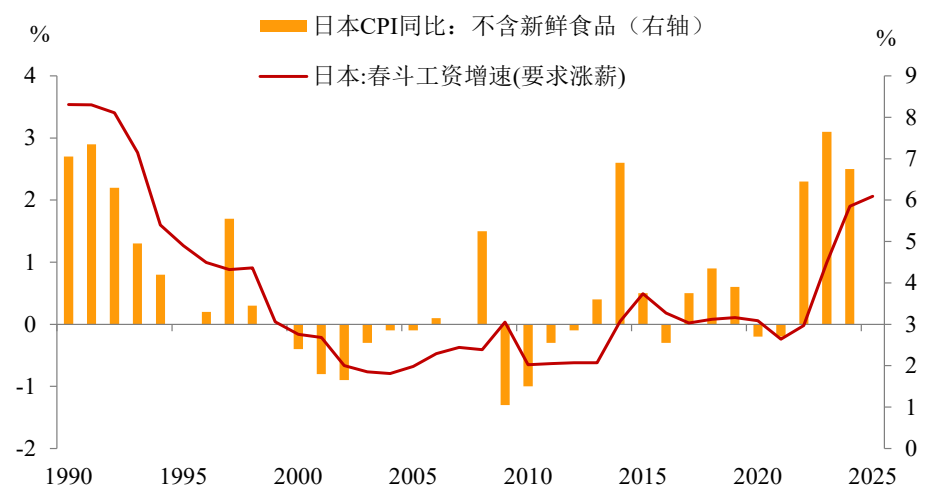
图5：日本有效求人倍率（空缺/求职）处于历史高位


资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：日本短观调查显示就业市场过度紧缺


资料来源：ifind，民生证券研究院

火热的就业市场使得劳动者议价能力明显上升，与薪资上涨形成正反馈。日本“春斗”工资增速已连续三年保持高速增长（2025 年达 5.25%，创 34 年来新高），且上涨趋势正从大企业向中小企业扩散。薪资增长同时推升居民消费（需求侧）和企业成本（供给侧），推动核心通胀大幅上行，形成稳固的“薪资-通胀”螺旋。

图7：日本正形成稳定的“薪资-通胀”螺旋


资料来源：ifind，民生证券研究院

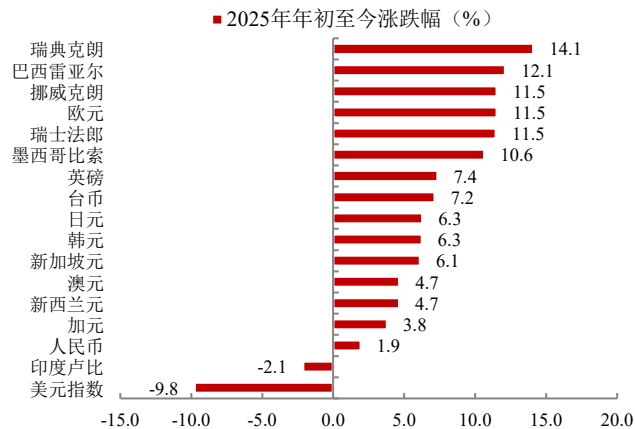
尴尬的是，在独一份的加息预期下，日元反而不强，输入性通胀问题仍有隐患。在美日利差高企、日本加息节奏偏缓的背景下，尽管日元时不时有阶段性的走强，但整体仍围绕 150 的中枢上下震荡，未现趋势性升值，这也导致了日本国内面临的输入性通胀压力难以彻底解决，尤其是随着美元阶段性企稳，日元反而在央行“鸽”加息的情况下呈现疲态。

图8：日元低位震荡带来输入性通胀



资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：今年日元相对欧元等货币对美升值偏缓



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：数据截至2025年8月25日。

此外，7月参议院选举中执政党失利，为财政刺激埋下伏笔，进一步点燃市场通胀预期。政策主张上，主要在野党（如立宪民主党、国民民主党）提出全面削减消费税（如食品类消费税归零）、扩大福利支出（如提高育儿津贴、推行免费教育）等扩张措施，引发市场对财政赤字扩大及债务风险上升的担忧。尽管当前执政党对进一步财政刺激保持谨慎，但市场已形成“政局不稳→财政扩张”的条件反射，推动通胀预期发酵，日债收益率随之居高不下。

图10：日本各个政党政策立场对比

政党	税收政策	通胀缓解措施	日本政党政策对比 防卫立场	能源/核能政策	人口/福利政策	选择性夫妻姓氏政策
自民党 (LDP)	反对大幅减税；支持定向现金支出和燃料补贴	向低收入者发放1次性现金补助；提供大米/食品补贴	支持修宪以强化遏制力；扩大威慑态势	有条件重启核设施 + 清洁能源投资	温和推进养老金改革；逐步提高退休年龄；推动儿童保育服务数字化；鼓励外籍劳工就业	反对或表态：内部存在分歧
公明党 (Komeito)	与自民党类似，但更倾向定向减税	向粮食/稻米补贴家庭提供食品补助	支持在和平主义框架内维持威慑力	逐步推进核设施退役 + 严格安全标准	强化儿童福利；支持在职母亲；谨慎扩大养老金覆盖范围	支持
共和党 (CDP)	支持临时0%食品税；反对提高消费税	向每人发放2万日元现金补助 + 临时能源补贴	反对拥有攻击能力；坚持宪法第9条；强化专属防卫	零核电；激进转向可再生能源	扩大自由职业者养老金覆盖；提高低收入老年人福利；投资护理人员劳动力市场	强烈支持
维新会 (Ishin no To)	2年内零食品税；经济去监管化 + 供给侧激励	提供能源成本减免 + 供给侧激励	支持修宪强化威慑力；加强国防态势	允许重启 + 解除可再生能源监管	推行市场化养老金模式；讨论通过去监管实现同工同酬；支持家长加薪	支持但缺乏共识
国民民主党 (DPP)	临时削减消费税；冻结燃油税；提供所得税退税	降低能源账单；提议自动调整生活成本补助	重新解读宪法第9条；强化现实主义防卫观	谨慎支持核能；强调能源安全 + 清洁能源组合	提高儿童津贴；支持在职父母；通过劳动力市场改革提高工资；适度扩大地方财政自主权	原则上支持
社会民主党 (SDP)	废除消费税	向低收入家庭每月发放津贴	坚持和平主义；维护宪法第9条	零核电；全力推动可再生能源	强化国家养老金；普及儿童津贴；保护非正规就业劳动者；提供家庭护理和老年人照护	强烈支持
令和新选组 (Reiwa)	推行激进税改；消除累退税；提供食品支持	慷慨的儿童津贴 + 食品补助	强硬反军国主义；维护和平宪法	100%可再生能源目标；100%废除核反应堆	免费托儿教育和育儿支援；取消学生债务；扩大残疾福利；反对养老金削减；推动青年就业项目	强烈支持
日本共产党 (JCP)	废除消费税；对富人增税	价格监管；反垄断法；反对企业垄断	严格和平主义；废除日美安保条约；坚持宪法第9条作为核心目标	停止核设施运转；100%可再生能源	免费教育和托儿服务；扩大公共医疗；提高工资；保护包括非正规劳工在内的所有劳动者	强烈支持
立宪民主党 (Sansei to)	温和减税 + 家庭现金补助	优先提高育儿补贴；推行单次现金补助	模糊立场，倾向鹰派；暗示防卫扩张	对可再生能源持怀疑态度；呼吁能源主权	支持传统家庭模式；对育儿持模糊态度；批判移民政策	反对；主张维护传统家庭结构
日本维新会 (Hoshuto)	民族主义倾向税收激励；强化家庭和防卫产业补贴	强调自助和国家实力；减少补贴	强硬支持修宪；推动全面军备重整；主张设立国家军队	支持核能独立；对气候政策持怀疑态度	传统家庭角色；支持家长制；批判移民作为人口解决方案	强烈反对；寻求维持父权制

资料来源：Edelman，民生证券研究院整理

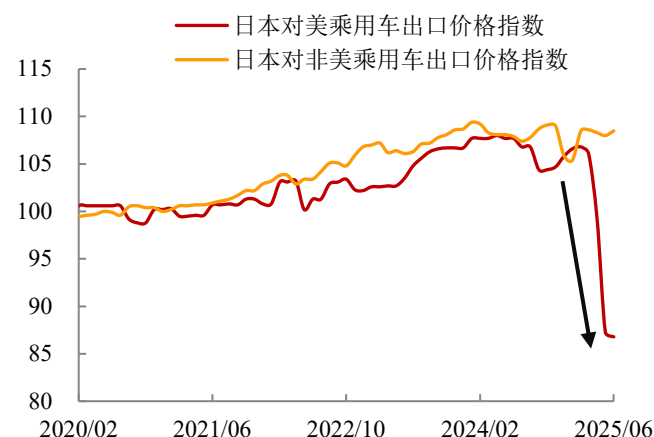
尽管通胀和通胀预期高企，但今年 1 月加息 25bp 后，日央行却持续放加息的“鸽子”，导致货币政策明显落后于曲线：

一方面，上半年日本央行保持谨慎的重要考量之一，是对关税不确定性的担忧。

4 月以来对等关税及行业（汽车、钢铝等）关税逐步生效，日本出口企业利润承压，降价促销现象凸显，经济下行风险加大；同时，国内居民薪资增速大幅回落，在此背景下，日央行需审慎评估关税对经济增长的长期影响，避免过早加息加剧企业和居民负担；

另一方面，今年上半年大部分时间里美元贬值使得日本输入性通胀压力暂时缓解。1 月以来市场对美国“滞胀”的担忧引发资金外流，日元相对美元阶段性走强，缓解了部分输入性通胀压力，这为日央行提供了更多评估空间，但也使其在加息问题上明显滞后。

图11：日本出口商降价促销，牺牲利润



资料来源：BOJ，民生证券研究院

图12：年初日元相对美元升值



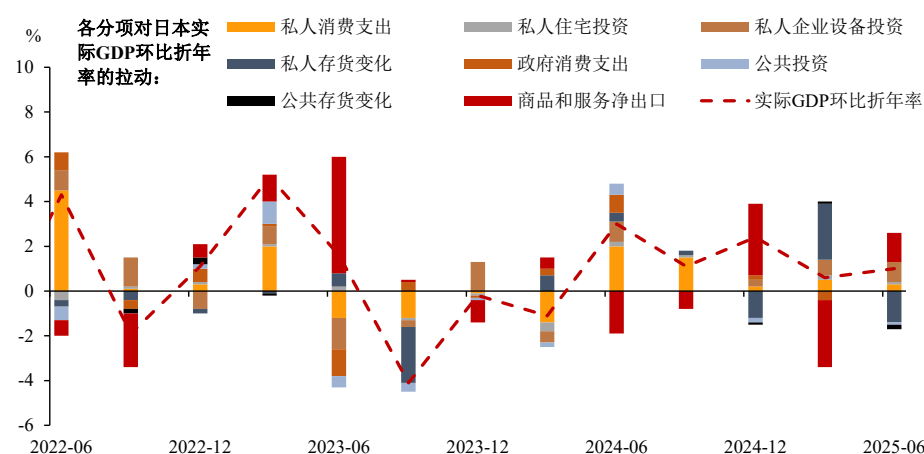
资料来源：ifind，民生证券研究院

2 日央行何时加息？

随着时间推移，短期内日央行加息的条件已愈发成熟：

随着日美逐步达成贸易协议，关税不确定性减弱且税率下调，日本央行需重新审视政策路径。而日本国内经济数据的走强也为加息提供了更多依据：二季度实际GDP年化环比增速超预期上行至1%（预期0.4%），前值也从-0.2%上修至0.6%，国内需求（消费和企业设备投资）展现出超预期的韧性，而出口似乎也并未受到关税的明显冲击（“以价换量”影响）。

图13：日本二季度环比折年率超预期回升

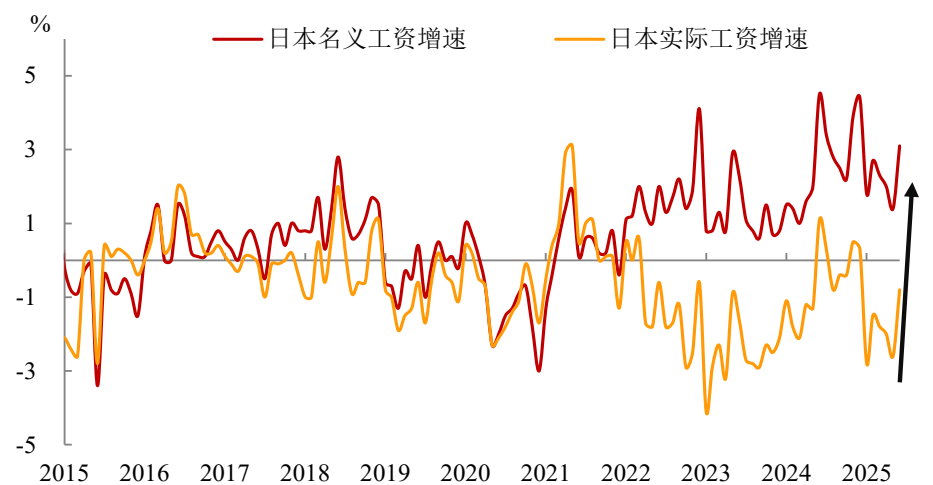


资料来源：wind，民生证券研究院

此外，6月居民名义工资增速大幅回升至3.1%（前值1.4%），结束了自2月以来的持续下行态势，实际工资降幅也显著收窄（-0.8%）。工资增长的强劲势头将进一步强化“薪资-通胀”螺旋，为日央行加息再添重要“砝码”。

最后，值得注意的是，6月以来日元再度贬值，这也将延缓日本国内通胀放缓进程。

图14：6月日本工资增速大幅回升



资料来源：ifind，民生证券研究院

而本次杰克逊霍尔会议上鲍威尔的表态为日本央行创造了不错的窗口。在美国通胀反弹、美联储还能暂时放“鸽”的情况下，日本央行加息的效果可能是更好的(加快美日国债利差收窄和日元升值)，而这个时间窗口可能就在9月和10月。再往后，由于四季度美国通胀压力的加大，美联储降息节奏可能不会一帆风顺，这可能很大程度上削弱日本央行加息政策的传导效果（详见《关税“悖论”：真的越加越通缩？》和《保税区库存，美企避税的最后自留地》）。

而对于市场而言，9月中旬最大的风险可能是：美联储偏鹰的降息+日本央行加息。

3 风险提示

1) 特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退：关税大幅推高通胀、抑制需求的背景下，债务负担与货币紧缩的双重压力推升美国经济“滞胀螺旋”；若特朗普未能及时妥协或美联储转向不及时，经济有陷入衰退的风险。

2) 关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓：关税超预期扩散导致全球供应链风险明显上升，贸易和经济增长大幅放缓。

3) 日央行货币政策调整不及预期：日央行加息不及预期导致通胀加速，加剧日元汇率波动及债市流动性风险。

插图目录

图 1: 日本 30 年国债收益率飙升	3
图 2: 日本 10 年国债收益率也明显上行	3
图 3: 日债波动引发美债风险联动	3
图 4: 海外投资者对日本超长期国债的净买入大幅下降	4
图 5: 日本有效求人倍率（空缺/求职）处于历史高位	5
图 6: 日本短观调查显示就业市场过度紧缺	5
图 7: 日本正形成稳定的“薪资-通胀”螺旋	5
图 8: 日元低位震荡带来输入性通胀	6
图 9: 今年日元相对欧元等货币对美升值偏缓	6
图 10: 日本各个政党政立场对比	6
图 11: 日本出口商降价促销，牺牲利润	7
图 12: 年初日元相对美元升值	7
图 13: 日本二季度环比折年率超预期回升	8
图 14: 6 月日本工资增速大幅回升	9

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048