

“春斗”，2025 日本资产的“破”与“立”

2025 年 03 月 14 日

■ **事件：**日本工会联合会 Rengo 在 3 月 5 日寻求 6.09% 的工资涨幅，3 月 14 日第一次春斗答复为 5.46%，高于去年，同时创 1991 年以来的最大涨幅。这也意味着今年“春斗”的目标（全国总体上涨 5% 以上，中小企业 6%）有实现的空间。

■ **一、2025 年，“春斗”对日本至关重要，因为涨薪情况决定了日本来之不易的温和再通胀能否继续，也决定了日本货币正常化之路是否会顺畅。**

回顾本轮日本走出通缩之路：疫情后，由于能源及食品价格上升，“输入型”通胀成为日本走出通缩的推手之一；2023 年，日本进行企业治理改革，促进经济；再到 2024 年，日本春斗加薪，逐步实现“工资-通胀”双循环，以内需为驱动，进一步走出通缩陷阱。

2025 年，日本内需能否持续支持日本温和再通胀的关键就是工资。一方面，服务业通胀对工资增长格外敏感；另一方面，通胀的外部推手在减弱，国际油价回调，对日本 CPI 同比的支撑力度减弱，所以以内需为主导的核心通胀就更为重要。2025 年 3 月第一次“春斗”答复额外重要，因其奠定了全年实际可涨薪的风向。

■ **二、我们认为日本整体工资水平在 2025 年还会继续增长，但最终实际工资增长幅度存在低于预期的风险。**

（一）日本工资继续上涨的动力：

1、日本劳动力市场正处于供不应求的状态。日本老龄化严重，以及经济复苏带动企业扩张，对劳动力的需求增加，日本劳动力市场供需结构紧张。

2、企业+政府的意愿“双驱动”。首先，由于用工紧张，企业会“被动型”涨薪。其次，为了维持温和再通胀，日本政府和央行都希望促成企业涨薪。两者希望通过促进需求扩张，形成良性循环，以帮助摆脱通缩。

3、企业利润回升，加薪能力增强。首先，日本公司治理改革成效明显，企业利润快速提升，为企业涨薪提供基本条件；其次，此前日元贬值对日本出口企业产生了显著的积极影响，增厚了企业盈利。

（二）日本工资继续上涨的阻碍：

1、中小企业加薪有压力。一是，在盈利改善上，小型企业与大型企业相比存在较大差距；二是，中小企业的涨薪实施率会有“折扣”；三是，中小企业涨薪落实门类主要是奖金，而不是基准工资，奖金与春斗涨基本工资的逻辑无关，所以可能会拖累涨薪的实际情况。

2、2025 年涨薪最低参考线低于 2024 年。以 Rengo 为例，会参照前一年通胀水平设定最低工资谈判线，2025 年薪资谈判参照的基准通胀增速为 2.7%，这意味着答应涨薪幅度可能最终低于 5.34%，所以经过多轮谈判后，最终实际加薪可能与初次春斗结果有差距。

■ **三、涨薪继续，日本资产价格如何演绎？**

如果未来涨薪超预期，日央行加息概率抬升，国债利率可能进一步上行，日元升值，并且短期内日股可能实现上涨。但是如果未来实际工资增长幅度低于预期，我们认为日债上行的压力将有所减弱，日元升值的幅度放缓，股市信心也会受到影响，需要等待其他基本面数据带来边际利好。

■ **风险提示：**地缘政治超预期，日本通胀不及预期，美国经济陷入衰退，其他“黑天鹅”事件突发等。

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

相关研究

《继续看好成长，关注泛 AI 与低位成长分支 ETF——ETF 主观配置策略月报（二）》

2025-03-12

《海外被动资金继续流入 A 股——资金流向和中短线指标体系跟踪（九）》

2025-03-10

内容目录

- 1. “春斗”对 2025 年的日本至关重要4
- 2. 日本工资上涨的动力和阻碍7
 - 2.1. 日本工资上涨的动力7
 - 2.1.1. 日本劳动力市场正处于供不应求的状态7
 - 2.1.2. 企业+政府的意愿 “双驱动”8
 - 2.1.3. 企业利润回升，加薪能力增强11
 - 2.2. 日本工资上涨的阻碍14
 - 2.2.1. 中小企业加薪有压力14
 - 2.2.2. 2025 年涨薪最低参考线低于 2024 年16
- 3. 2025 年日本涨薪继续，日本资产价格如何演绎？17
 - 3.1. 10 年期日本国债利率年内可能上行至 1.8%17
 - 3.2. 美元兑日元或突破 14018
 - 3.3. 日股仍有上涨空间19
- 4. 2025 年“春斗”时间线19
- 5. 风险提示20

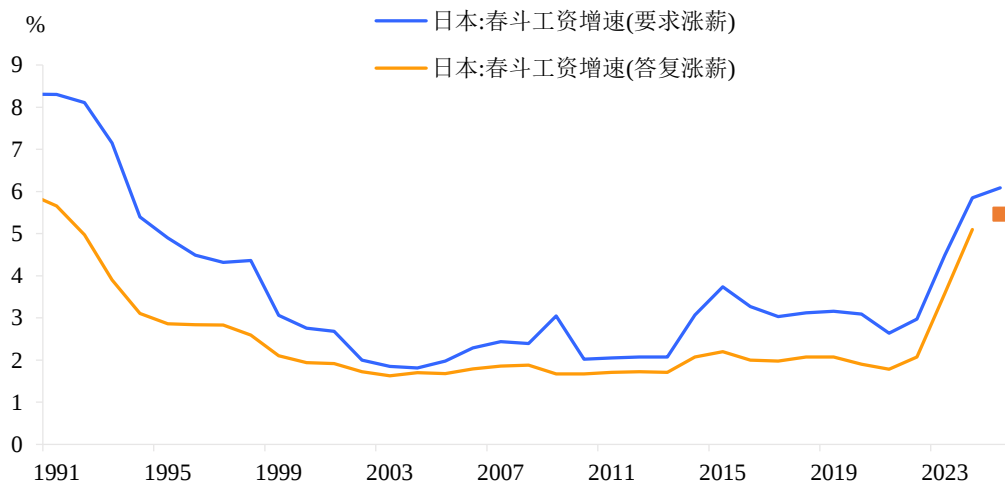
图表目录

图 1:	2025 年“春斗”要求平均加薪 6.09%，创下 1991 以来新高	4
图 2:	2024 年，日本 GDP 靠消费及投资项转正拉动	5
图 3:	日本通胀是成本及需求推动	6
图 4:	工资与服务通胀高度相关	6
图 5:	日本收入改善主要靠基本工资的上漲	6
图 6:	2024 年，日本“春斗”薪资保持高增长，实际工资上涨	7
图 7:	日本失业率低	8
图 8:	日本求人倍数较高，就业市场供不应求	8
图 9:	近九成涨薪的原因是为了改善待遇、防止离职	9
图 10:	截至 2025 年 3 月，日本多家大型企业宣布涨薪	9
图 11:	日本政府及日央行强调涨薪的重要性	10
图 12:	石破茂继续推行大规模财政计划，支持科技投资，进一步为企业提供财政援助	11
图 13:	企业利润趋势不弱，日本企业有涨薪空间	11
图 14:	企业信心上升	11
图 15:	日本企业远期 EPS 较高	12
图 16:	日本建筑业近半年涨薪需求持续较为旺盛	12
图 17:	建筑业行业利润改善较为明显	13
图 18:	前期日元贬值推动日本企业利润增加，增厚盈利	13
图 19:	小企业利润改善与中、大型企业相比偏缓	14
图 20:	小企业涨薪能力较弱	14
图 21:	日本中小企业面临的处境困难，主要原因是销量下降及原材料成本上升	15
图 22:	中小企业涨薪实施率低于大企业	15
图 23:	大企业更倾向于定期涨薪&上调基本工资，中小企业更偏向短期奖金激励	16
图 24:	预计 2025 年，“春斗”最终涨薪幅度可能低于 5.34%	17
图 25:	日本通胀预期进一步温和复苏	18
图 26:	日本未来一年期通胀预期稳定在 2%之上	18
图 27:	美日利差收窄，日元存在进一步升值空间	18
图 28:	2024 年，“春斗”结果落地往往伴随着股指上涨	19
图 29:	下一步行动：关注初次及最后一次“春斗”结果	20

1. “春斗”对 2025 年的日本至关重要

日本最大工会联盟 Rengo，2025 年“春斗”要求平均加薪 6.09%，第一次“春斗”答复涨薪 5.46%，为 1991 年以来最高。

图1：2025 年“春斗”要求平均加薪 6.09%，创下 1991 以来新高



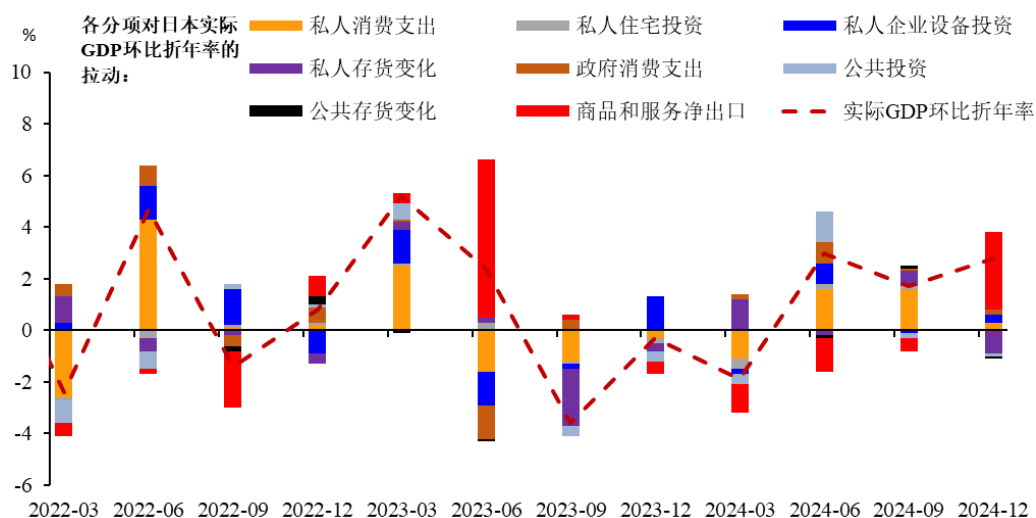
注：2025 年，春斗工资答复涨薪增速为第一次结果。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年，“春斗”对日本至关重要，因为涨薪情况决定了日本来之不易的温和再通胀能否继续，也决定了日本货币正常化之路是否会顺畅。

回顾本轮日本走出通缩之路：疫情后，由于能源及食品价格上升，“输入型”通胀成为日本走出通缩的推手之一；2023 年，日本进行企业治理改革，促进经济；再到 2024 年，日本春斗加薪，逐步实现“工资-通胀”双循环，以内需为驱动，进一步走出通缩陷阱。2024 年日本实际 GDP 环比折年增速连续三个季度扩张，尤其是 2024 年 Q2-3 季度。日本环比折年增速分别为 3.2%、1.4%，其中私人消费对 GDP 拉动分别达 1.7 及 1.6%，成为主要贡献。通胀已连续 34 个月超过日本央行 2% 的目标水平，服务通胀的快速上涨，进一步巩固 2% 目标实现。

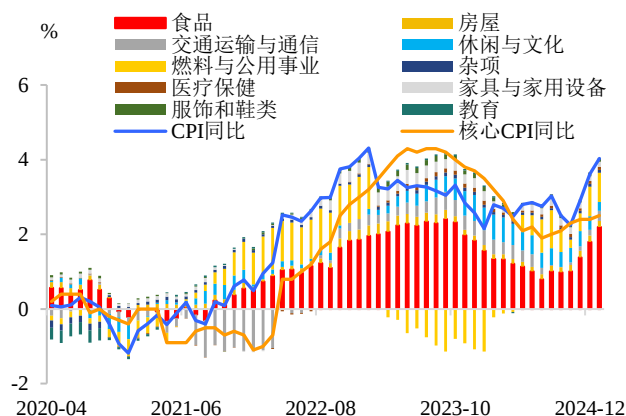
图2: 2024 年, 日本 GDP 靠消费及投资项转正拉动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

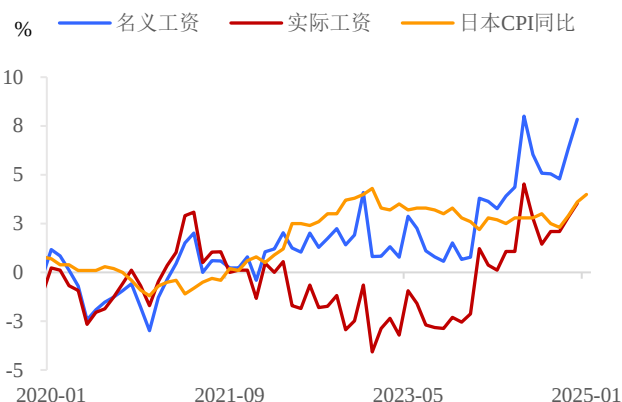
2025 年, 日本内需能否持续支持日本温和再通胀的关键就是工资。一方面, 服务业通胀对工资增长格外敏感。2024 年春斗工资上涨明显助推了服务通胀。另一方面, 通胀的外部推手在减弱, 国际油价回调, 对日本 CPI 同比的支撑力度减弱, 所以以内需为主导的核心通胀就更为重要。2025 年的“工资-通胀”循环传导链是: 通胀预期维持高位→企业涨薪→推动核心服务通胀上涨→核心 CPI 上升, 涨薪是为了进一步实现“双循环”。

图3：日本通胀是成本及需求推动



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：工资与服务通胀高度相关

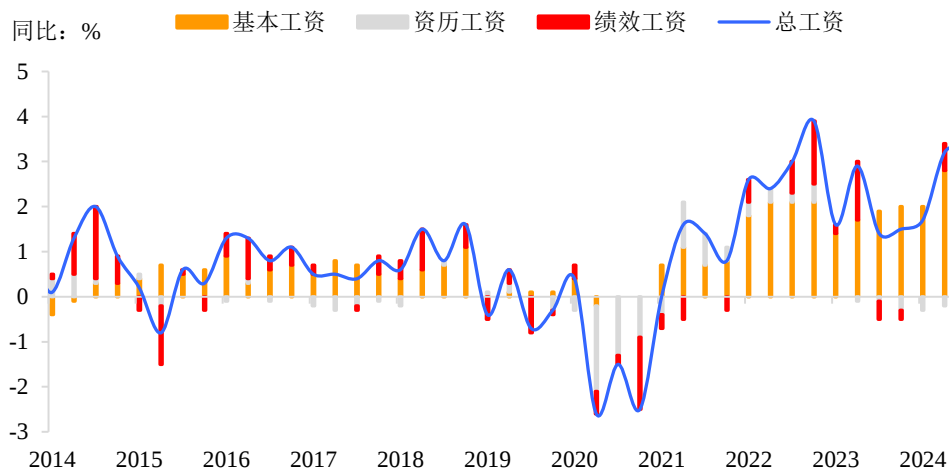


注：名义及实际工资统计口径为5人以上规模企业

数据来源：Wind，东吴证券研究所

此外，服务通胀上涨需要基本工资托底，而不仅仅靠财富效应。而“春斗”又决定了基本工资的弹性，所以2025年春斗要比以往时刻显得更为关键。

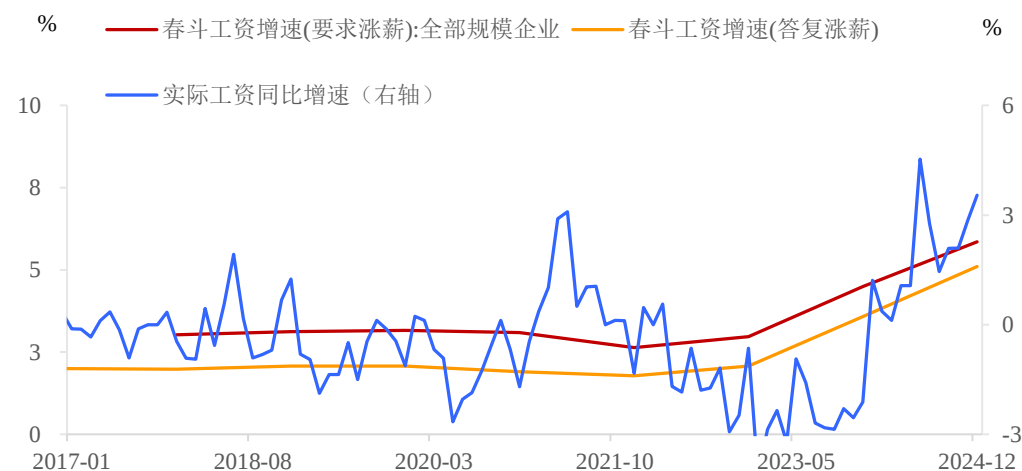
图5：日本收入改善主要靠基本工资的上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025年3月第一次“春斗”答复额外重要，因其奠定了全年实际可涨薪的风向。这一次涨薪对新财年（通常每年的4月1日-至次年的3月31日）工资上涨有着指引作用。

图6: 2024 年, 日本“春斗”薪资保持高增长, 实际工资上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 日本工资上涨的动力和阻碍

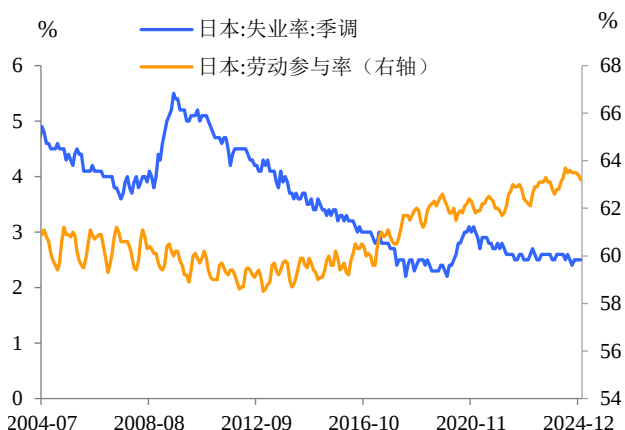
我们认为日本的工资水平在 2025 年还会继续增长, 但工资的实际增长幅度或低于预期。

2.1. 日本工资上涨的动力

2.1.1. 日本劳动力市场正处于供不应求的状态

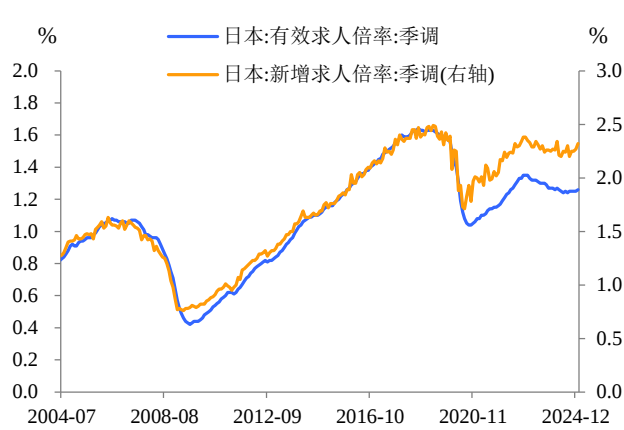
日本劳动力供需紧张, 市场火热。当前日本老龄化严重, 而经济复苏带动企业扩张, 又对劳动力的需求增加。不仅日本的失业率持续保持在较低水平, 而且日本 2.3 的有效求人倍率 (有效需求人数与有效求职人数之比), 处于历史较高的水平。这意味着每个求职者有 2.3 个职位空缺, 需求远超供给。劳动力市场十分紧张, 有助于进一步提高日本劳动力的薪资水平。

图7: 日本失业率低



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图8: 日本求人倍数较高, 就业市场供不应求

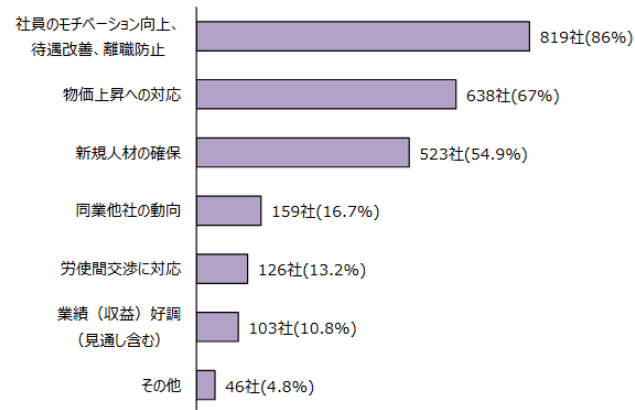


数据来源: Wind、东吴证券研究所

2.1.2. 企业+政府的意愿 “双驱动”

首先, 由于用工紧张, 企业会“被动型”涨薪。为了确保在劳动力短缺的情况下, 仍旧能够留下劳动力, “防御性涨薪”成为日本企业加薪最重要的理由。日本工会联合会 (Rengo) 和 UA Zensen (Rengo 联合会中最大的行业工会) 分别表示寻求涨薪 6.09%、6%。根据 Teikoku Databank 调查, 在 11,000 多家受访公司中, 约有 61.9% 的公司打算承诺加薪, 计划加薪的日本企业比例创历史新高。目前, 日本大企业也已纷纷表示涨薪, 幅度高于去年。

图9：近九成涨薪的原因是为了改善待遇、防止离职



注：调查截至 2024 年 5 月 17 日
数据来源：日本财务省、东吴证券研究所

图10：截至 2025 年 3 月，日本多家大型企业宣布涨薪

公司名称	2025年加薪计划	公告日期
Asahi Kasei（旭化成）	目标至少与去年相同的加薪（去年6.05%）	2025年1月8日
Sumitomo Chemical（住友化学）	目标加薪水平与去年相同（去年5.5%）	2025年1月8日
Mitsui Fudosan（三井不动产）	目标加薪5%以上	2025年1月8日
Skylark Holdings（Skylark 控股）	谈判目标为6.4%的加薪（去年5.2%）	2025年1月7日
McDonald's Holdings Japan（日本麦当劳控股）	谈判目标为大约4%的加薪	2025年1月7日
Lawson（罗森）	其中一个目标是加薪5%	2025年1月7日
Aeon（永旺）	目标是提高兼职员工月薪约7%（去年基本工资上涨5.2%）	2024年12月31日
Sompo Care（SOMPO 护理）	额外支付¥7,800/月作为薪资补助（约16,000名社会保险覆盖的护理人员）	2024年12月27日
Daiwa Securities（大和证券）	目标总体加薪5%+（基础工资/定期加薪）；提高职业路径中员工的初始月薪至¥10,000至¥300,000	2024年12月24日
Nippon Life Insurance（日本生命保险）	平均加薪约6%（约48,000名销售人员）	2024年12月24日
Sumitomo Life（住友生命保险）	平均加薪5%+（约32,000名销售人员）	2024年12月18日
East Japan Railway（东日本旅客铁道）	宣布2025年1月起提高加薪至¥12,000（最高增长约7%）	2024年12月5日
Fukuoka Mutual Life（福岡互助生命保险）	平均加薪8.6%（基础工资/奖金；约2,800名内部员工）	2024年12月4日
Okasan Securities（岡三证券）	给常规员工加薪19%，给业务经理加薪9%；给新招聘的应届毕业生的起始薪资从¥250,000提高到¥300,000	2024年10月30日
Nishimatsu Construction（西松建设）	平均加薪10%+（基础工资+奖金）；给新招聘的处于职业路径中的应届毕业生的起始月薪同比增加13%至¥300,000	2024年10月25日
Nojima（野岛电器）	平均加薪7%，适用于大约90%的员工；2025年1月起生效；2024年4月平均加薪达7.4%，包括基础工资	2024年10月18日
Fukushima Bank（福島銀行）	基本工资上涨3.5%（常规员工），2.7%（非常规员工）	2024年10月1日
Suntory（三得利）	总体加薪7%，其中3%为基础工资上涨	2024年9月26日
Shikoku Electric Power（四国电力）	2025财年起，新招聘者工资将上涨¥12,000	2024年9月19日
Itochu（伊藤忠商事）	引入重新调整的薪资结构，提高股票激励和基础工资加薪；如果2024财年的合并净利润指引达到8800亿日元，则2025年员工的平均年薪将上涨10%	2024年9月5日

数据来源：路透社、东吴证券研究所

其次，为了维持温和再通胀，日本政府和央行都希望促成企业涨薪。两者希望通过促进需求扩张，形成良性循环，以帮助摆脱通缩。

日央行表示，扩大加薪支撑消费，尤其是年轻一代工资增长显著，同时区域性企业开始转嫁上涨的劳动力成本，表明经济正在朝着进一步满足加息的先决条件的方向取得进展。

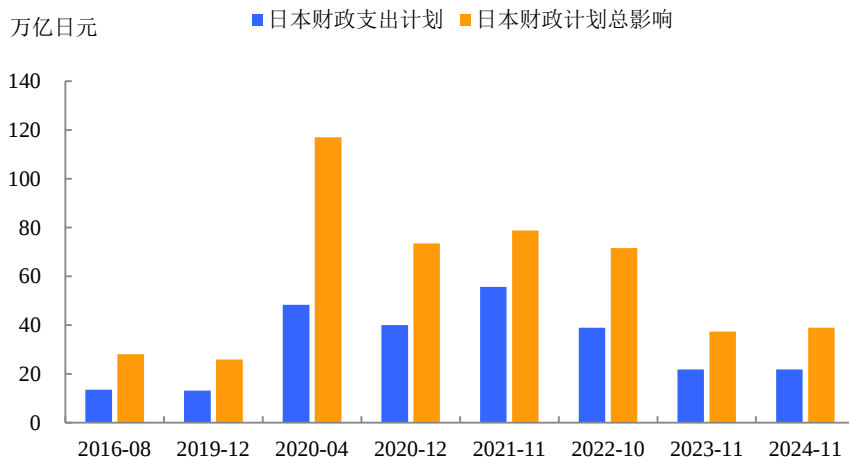
图 11：日本政府及日央行强调涨薪的重要性

日期	内容	机构
2024年3月18日	日本央行（BOJ）结束负利率政策，将政策利率从-0.1%提高到0至0.1%范围内，正式结束了从2016年以来长达8年的负利率时代。	央行
2024年6月4日	日本政府在“经济财政运营和改革基本方针”草案中提出， 将动用所有政策手段促进加薪 ，包括通过再培训等劳动力市场改革， 推动劳动者向增长领域转移 。	政府
2024年10月7日	BOJ指出 薪资增长正在支撑消费 ，尤其是年轻一代薪资增长显著，同时区域性企业开始转嫁上涨的劳动力成本。但中小企业可能面临盈利压力，难以提高工资。	央行
2024年10月30日	日本央行在10月的货币政策会议上再次选择按兵不动，尽管通胀压力增加。市场对进一步加息的预期降低，但日元仍面临贬值压力。之前BOJ表示将在政策会议上评估经济增长前景和薪资增长情况，以决定是否进一步加息。日本央行行长上田一夫（Kazuo Ueda）已经表示，如果工资上涨的幅度扩大能够支撑消费，并允许企业继续提高商品和服务的价格，那么日本央行准备进一步提高利率。	央行
2024年11月22日	日本政府通过了39万亿日元（约合2500亿美元）的经济刺激方案， 旨在提高个人收入和整体经济增长 。该方案包括支持数字创新、补贴能源成本上涨，以及对低收入家庭的援助。	政府
2024年11月26日	日本首相 石破茂呼吁企业在下一年度的劳资谈判中实施大幅加薪 ，强调政府将工资增长作为公共政策的首要任务。	政府
2024年11月29日	日本政府敲定了一项13.9万亿日元（约合924亿美元）的追加预算，以缓解家庭生活成本上升的压力。该预算包括向低收入家庭发放补贴、延长燃料补贴以及支持公用事业费用等内容。	政府
2024年12月18日	在12月的货币政策会议上，日本央行维持利率不变，理由是全球经济增长前景不确定，以及 对薪资增长 是否能持续存在疑虑，并强调了海外经济不确定性以及特朗普政策对货币政策的影响。	央行
2025年1月24日	日本央行将关键利率上调0.25个百分点至0.5%， 以应对工资和通胀的上升趋势 。25BP的加息幅度为2007年2月以来最大。同时市场对1月货币政策会议加息预期升温。植田和男表示，若经济和通胀持续改善，将继续加息。副行长冰见野良三也表示，将在会议上讨论是否加息。	央行

数据来源：日央行，路透，东吴证券研究所

日本首相石破茂表示，企业在 2025 年春季的劳资谈判中大幅提高工资，政府已将加薪列为公共政策的首要任务。石破茂批准的 2025 年财政支出计划整体力度不低，为 2025 年进一步实现工资上涨提供支撑。尤其考虑到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给员工涨薪。

图12: 石破茂继续推行大规模财政计划, 支持科技投资, 进一步为企业提供财政援助



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2.1.3. 企业利润回升, 加薪能力增强

日本企业利润不断增厚, 日企有较强的加薪能力。

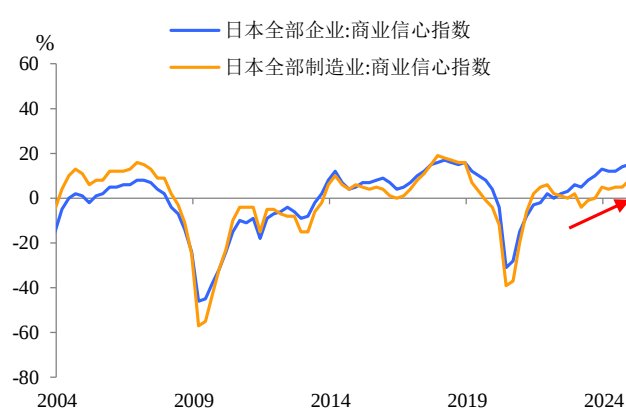
首先, 日本公司治理改革成效显著, 企业利润快速提升, 为企业涨薪提供基本条件。日本企业经常利润同比上涨, 增加了日本企业的资本开支信心。日本短端季度报告显示, 2024 年四季度全部企业、制造业商业信心指数分别上升至 15%、8%, 均为疫情以来最高值, 预计未来日本企业利润将不断增厚。

图13: 企业利润趋势不弱, 日本企业有涨薪空间



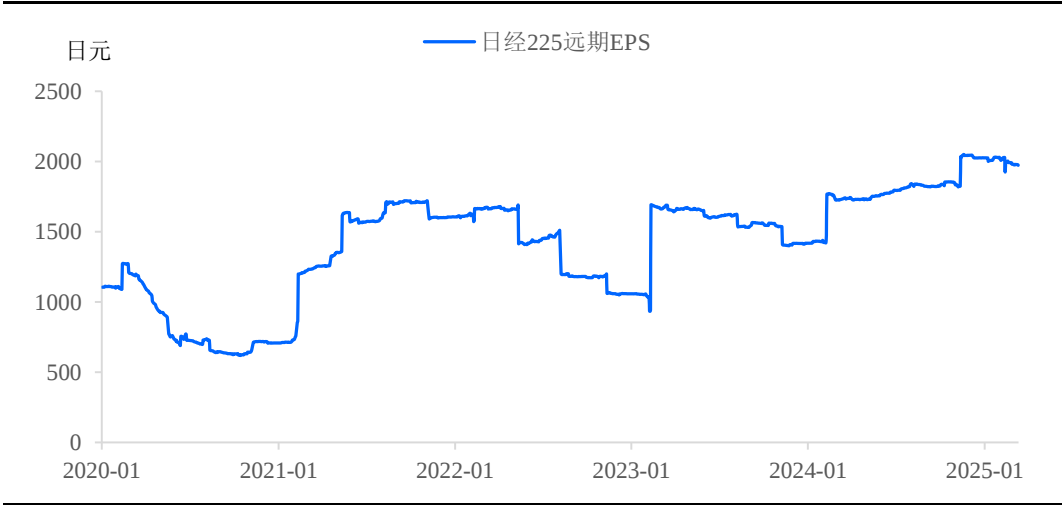
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 企业信心上升



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图15：日本企业远期 EPS 较高



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

以涨薪需求比较旺盛的行业建筑业为例，经常利润同比 2024 年 Q4 相较于 Q3 进一步改善，从-18%上升 41.7pct 至 23.7%，企业盈利高增长使得多数企业有能力满足加薪的需求，2025 年或会继续涨薪。

图16：日本建筑业近半年涨薪需求持续较为旺盛

日本行业涨幅总览表（单位：%）								
	相较上月	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
所有行业	0.5	4.9	4.4	2.9	3.1	3.1	3.7	4.4
沙石开采	-13.8	4.2	18	4	5.3	6.2	3.2	4.8
建筑业	4.6	12.7	8.1	3.4	6.1	4.1	11.5	5.4
制造业	2.3	5.4	3.1	3.7	3	2.1	4.7	4.3
电力,燃气,热供应和水	3.2	8.4	5.2	3.6	1.8	4.7	3.8	2.3
信息和通讯业	-6.6	0.4	7	2.6	4.4	4.8	-1.9	0.6
运输和邮政业	-2.5	1.9	4.4	5	4.2	4.7	-1	6.6
批发和零售业	-0.3	4.6	4.9	2.5	3.5	5.3	6.8	6.2
金融与保险业	5.9	6.8	0.9	2.9	2.6	4.4	2.3	8.8
房地产和货物租赁业	3.1	2.3	-0.8	-0.3	-0.1	-0.2	-2.5	-1
科学研究,专业和技术服务	-6.9	0	6.9	6.4	4.8	3.4	2	-2.1
住宿及餐饮业	7.4	9.2	1.8	1.1	5.1	0.1	3.7	8.9
生活相关的个人服务和娱乐服务	-3.6	6.6	10.2	1.4	5.4	3.9	1.1	9.2
教育及学习支持	1	6.2	5.2	0.9	1.4	0.5	6.8	4.6
医疗,保健和福利	2.3	7.7	5.4	3.6	2.6	3.6	3.7	5.9
综合服务	-1.7	0.1	1.8	0.4	0.5	1.1	6	-4.1
其他未列明服务	-0.5	4.5	5	2.2	2.8	3.5	3.9	5.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

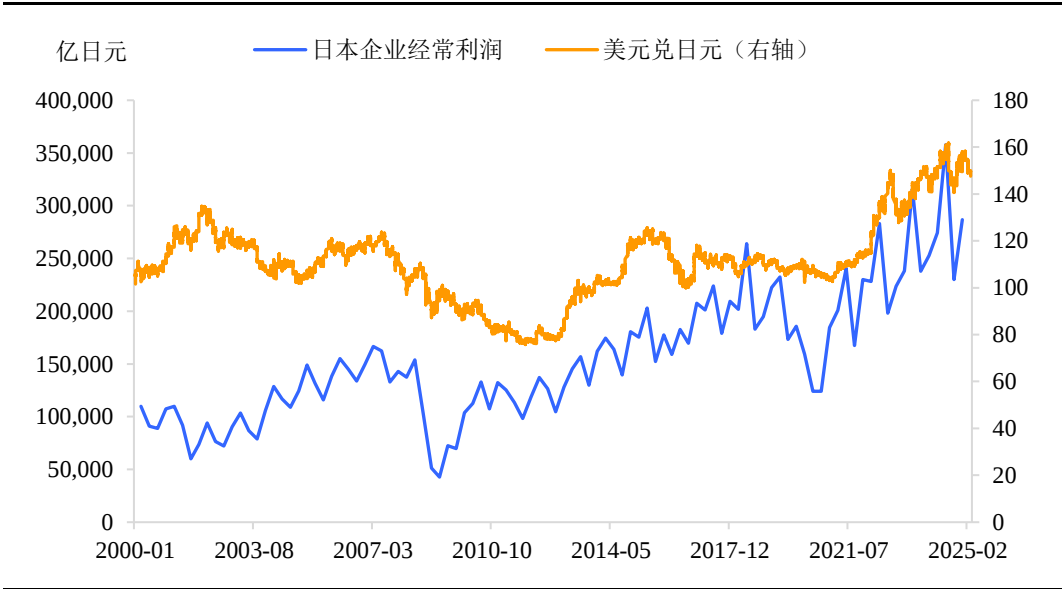
图17：建筑业行业利润改善较为明显

日本行业经常利润同比总览表（单位：%）					
	相较上季	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03
所有行业	9.1	13.0	3.9	13.6	17.2
建筑业	41.7	23.7	-18.0	18.5	9.3
制造业	41.8	26.7	-15.1	13.0	23.0
发电和输配电	52.2	24.0	-28.2	-19.2	-92.8
电气机械、设备和用品	92.2	88.5	-3.7	0.0	-17.7
信息和通信电子设备	86.7	163.7	77.0	52.2	51.9
运输设备	14.8	-2.0	-16.8	19.9	33.1
信息和通信服务	-38.4	-27.7	10.8	0.1	-0.5
运输和邮政服务	32.0	34.4	2.4	-4.2	57.4
金融和保险业	-45.9	9.8	55.7	17.3	39.9
房地产业	23.2	26.9	3.8	14.3	55.6
商品租赁业	-36.5	-14.6	21.9	47.4	-0.3
批发和零售贸易	21.5	9.4	-12.1	0.3	6.4
服务业	-57.1	7.2	64.3	50.5	29.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

其次，此前日元贬值对日本出口企业产生了显著的积极影响，增厚了企业盈利。尤其是汽车和电子等关键行业，其海外收益在兑换成日元时显著增加，直接推动了企业利润的增长。

图18：前期日元贬值推动日本企业利润增加，增厚盈利



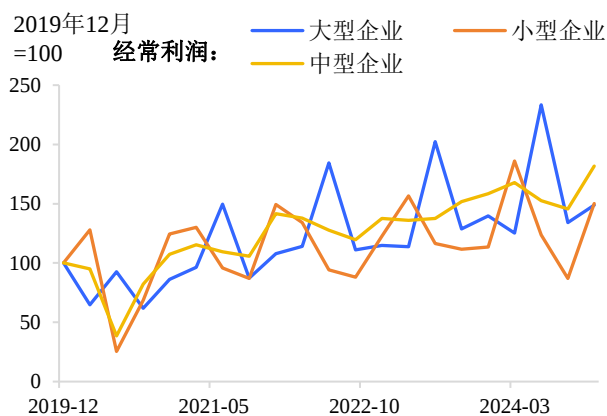
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 日本工资上涨的阻碍

2.2.1. 中小企业加薪有压力

- 1) 与大型企业相比，中小企业在盈利能力上存在巨大差距。目前来看，日本小型企业自疫情以来，利润改善弱于中、大型企业。因此从雇员薪水增速来看，小企业的涨薪能力明显弱于大企业。

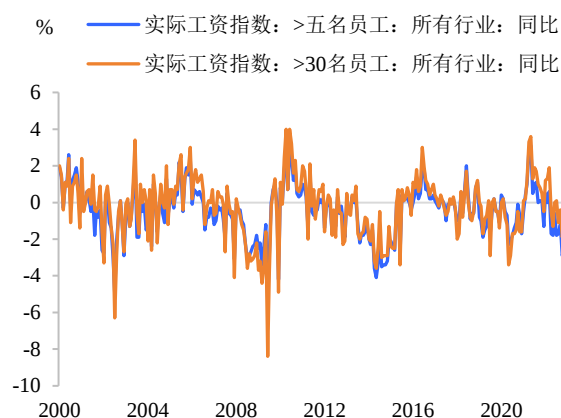
图19：小企业利润改善与中、大型企业相比偏缓



数据来源：Wind、东吴证券研究所

注：小型企业为资本规模介于1千万日元和1亿日元之间；中型企业为资本规模介于1亿日元和10亿日元之间；大型企业为资本规模大于等于10亿日元

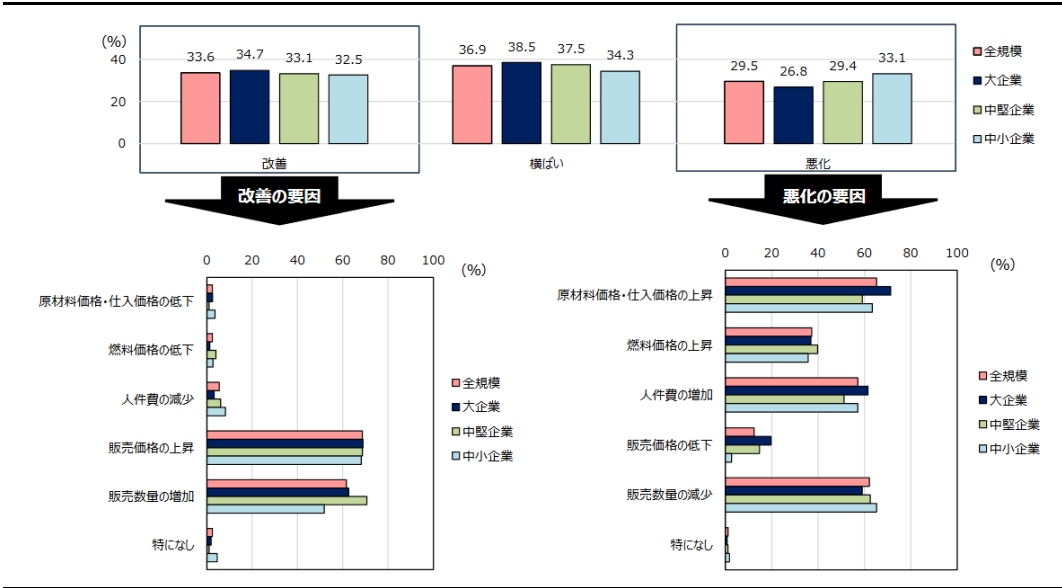
图20：小企业涨薪能力较弱



数据来源：CEIC、东吴证券研究所

往后来看，小企业压力或进一步加大：根据2024年9-10月的日本财务省商业前景调查来看，按规模划分，中小型企业对经营环境的评估，“恶化”（33.1%）超过了“改善”（32.5%），其中销量下降及原材料成本上升是主要原因，中小企业涨薪存在困难。

图21：日本中小企业面临的处境困难，主要原因是销量下降及原材料成本上升

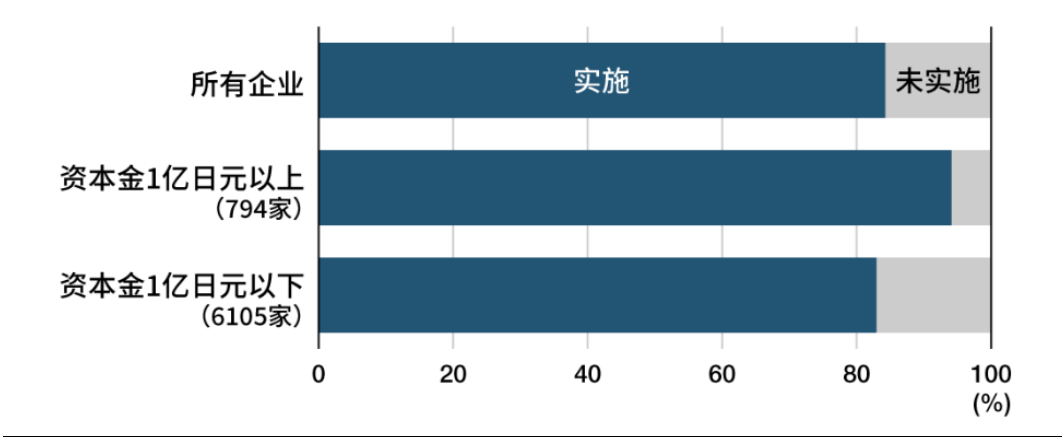


数据来源：日本财务省，东吴证券研究所

2）中小企业的涨薪实施率会有“折扣”。以 2024 年为例，从不同规模企业“实施率”来看，大企业（资本金在 1 亿日元以上的企业）的实施率同比上升 4.1 个百分点至 94%，而小企业（资本金在 1 亿日元以下的企业中小企业）的实施率为 82.9%，同比下降了 1.3 个百分点。

图22：中小企业涨薪实施率低于大企业

不同规模的企业的涨薪实施率(2024年)



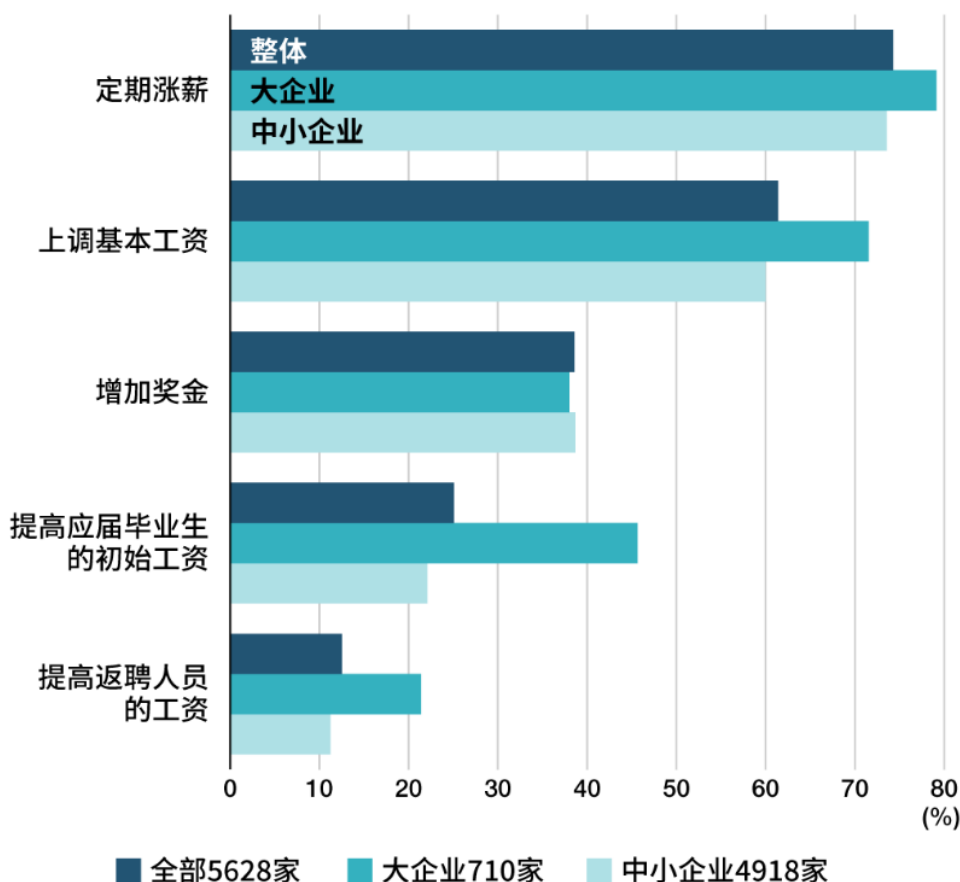
数据来源：东京商工调查，nippon，东吴证券研究所

3）中小企业涨薪落实门类主要是奖金，而不是基准工资，奖金与春斗涨基本工资的逻辑无关，所以可能会拖累涨薪的实际情况。在实施涨薪的企业中，采取“定期

涨薪”措施的企业占比最高，达到 74.2%，其次是“上调基本工资”（61.4%）和“增加奖金”（38.5%）两种方式。值得注意的是，“上调基本工资”和“提高应届毕业生起薪”这两项措施会对企业造成长期的人工成本压力。中小企业在实施这两类涨薪方案时面临较大困难。所以，为避免持续性成本增加，中小企业往往更倾向于采用一次性奖金等短期激励方式，而非像大企业一样选择涨基本工资。

图23：大企业更倾向于定期涨薪&上调基本工资，中小企业更偏向短期奖金激励

实施涨薪的内容(2024年)



注：横向柱状长度表示占比。

数据来源：东京商工调查，nippon，东吴证券研究所

2.2.2. 2025 年涨薪最低参考线低于 2024 年

日本工会的涨薪目标是工资上涨幅度超过通货膨胀的同比涨幅。涨薪标准参考是前一年 1-11 月平均同比通胀水平。

以 2024 年为例，2024 年寻求 5.85% 的涨薪。参考 2023 年，1-11 月日本同比通胀的平均水平为 3.3%，最后实际工资涨幅达 5.1%。

2025 年，Rengo 寻求 6.09% 的工资涨幅。薪资谈判的基准通胀增速为 2.7%，比去年的参考平均值低约 0.6 pct。因此以 2024 年为参考，答应涨薪幅度可能最终低于 5.34%，但考虑到目标工资涨幅和最终涨幅的差值可能会进一步扩大，因此我们担心 2025 年最终实际工资涨幅与初次春斗结果有相差较多的风险。

图24：预计 2025 年，“春斗”最终涨薪幅度可能低于 5.34%

序号	项目	2024年	2025年	备注
a	涨薪标准	3.30%	2.70%	前一年1-11月平均通胀
b	目标工资涨幅	5.85%	6.09%	Rengo寻求的工资涨幅
c	初次涨幅 (3月第一次“春斗”结果)	5.28%	5.46%	第一次“春斗”结果
d	最终涨幅 (7月最后一次“春斗”结果)	5.10%	5.34%	=6.09%-(b-d)

注：第一次及第七次的“春斗”结果最为重要，第一次为涨薪“风向标”，第七次为实际落地涨薪幅度。

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

3. 2025 年日本涨薪继续，日本资产价格如何演绎？

如果未来实际涨薪超预期，日央行加息概率抬升，国债利率可能进一步上行，日元升值，并且短期内日股可能实现上涨。

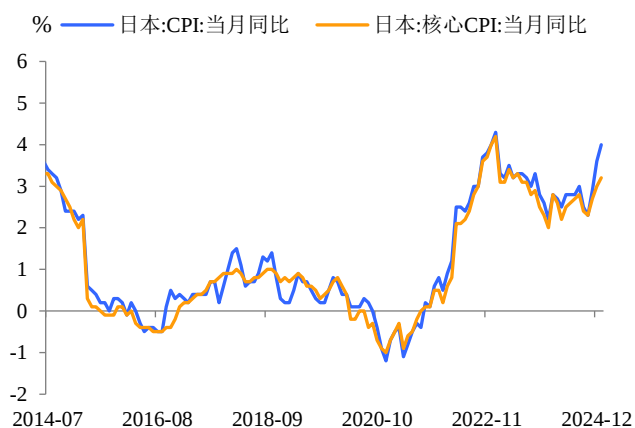
但是如果未来实际工资增长幅度低于预期，我们认为日债上行的压力将有所减弱，日元升值的幅度放缓，股市信心也会受到影响，需要等待其他基本面数据带来边际利好。

以下资产走势判断主要基于当前涨薪幅度。

3.1. 10 年期日本国债利率年内可能上行至 1.8%

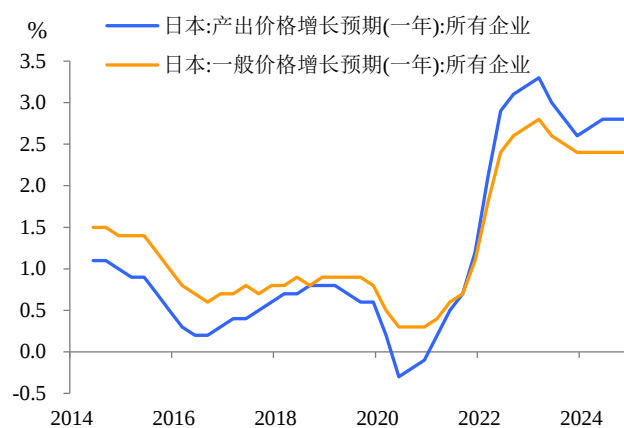
2025 年，在日本宏观经济加速复苏，通胀温和增长的背景下，日央行延续货币政策正常化。日本长期债券利率将继续呈现上行态势。截止至 2024 年 12 月，日本企业对未来 1 年一般价格的预期仍保持在 2.3% 的较高水平，大于日本央行 2% 的通胀目标。市场预期 2025 年日本 CPI 同比为 2.2%，为日央行进一步加息提供支撑。我们当前预计日本加息 2 次，共 50bp。

图25: 日本通胀预期进一步温和复苏



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图26: 日本未来一年期通胀预期稳定在2%之上

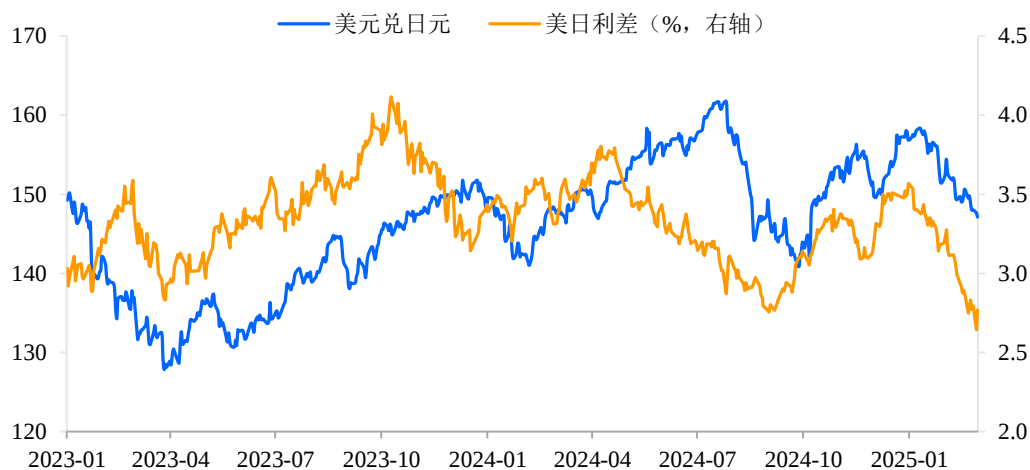


数据来源: Wind、东吴证券研究所

3.2. 美元兑日元或突破 140

“春斗”涨薪助长日元升势。预计“春斗”结果落地后，5月议息会议论调或将偏鹰，加大了加息的可能性。日央行众多官员发言承认通胀的可持续性。日本央行行长表示“包含生鲜食品在内的食品价格上升或许不是暂时的”。若美日利差进一步缩小，日元或会继续升值，突破 140。

图27: 美日利差收窄，日元存在进一步升值空间



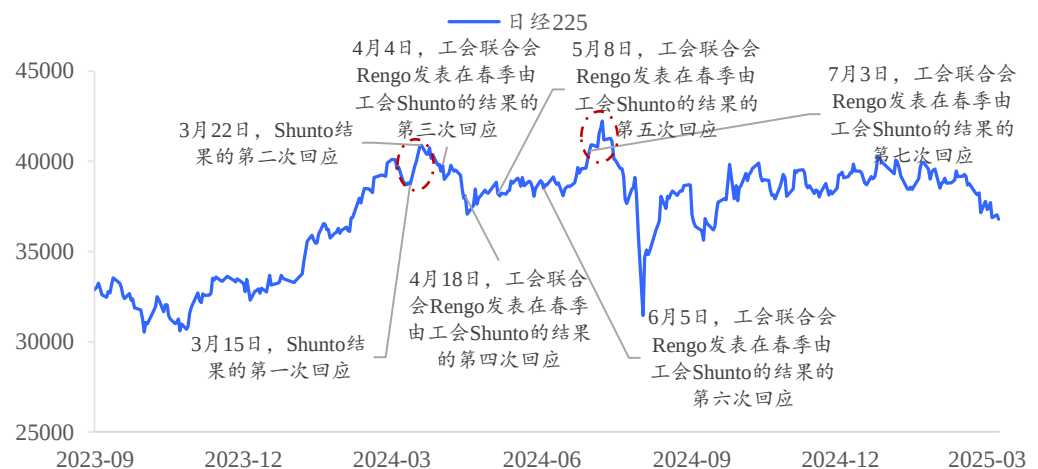
数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

3.3. 日股仍有上涨空间

短期维度来看，“春斗”涨薪提振消费者信心和企业盈利预期，利好日本股市。回顾 2024 年 3 月，“春斗”初步结果调薪幅度达 5.28%，高于前一年的 3.8%，创下 30 多年来的最大涨幅。第一次“春斗”结果显示薪资增速进一步加快，标志着日本进一步走出结构性通缩螺旋，日本有望巩固再通胀的可持续性，日股进一步上涨。

中长期维度来看，考虑到日股主要靠日元融资来带领股市上涨，如果日央行进一步货币政策正常化，加息或致使日元从贬值转为小幅升值，套利头寸抛售，或导致日股存在压力。

图28：2024 年，“春斗”结果落地往往伴随着股指上涨



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

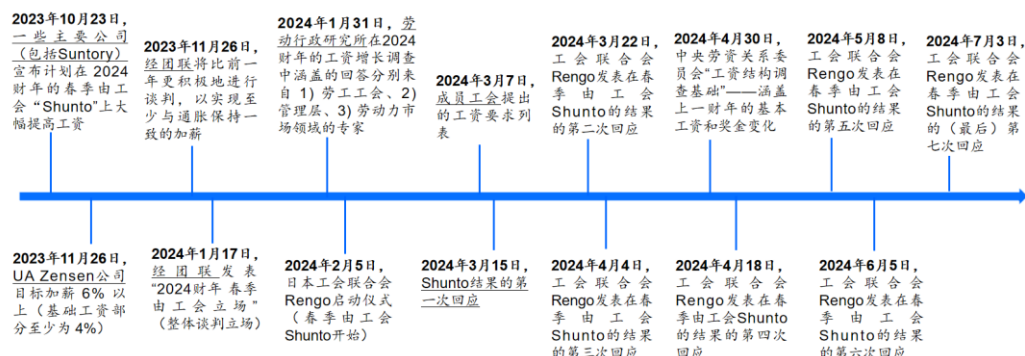
4. 2025 年“春斗”时间线

每年春季，各企业的工会都会根据工会中央组织“日本工会总联合会（联合会）”和各行业工会组织协调敲定的诉求框架，向企业管理层提出具体要求，展开集体谈判。其中包括日本工会总联合会(Rengo)、全国纤维化学食品流通服务普通工会同盟（UA Zensen）、日本金属、机械和制造业工人协会(JAM)以及日本基础产业工会联合会(JBU)。

3 月，是“春斗”的第一站。截至 2025 年 3 月，日本工会总联合会(Rengo)，要求今年平均工资增长 6.09%，高于去年的 5.85%，并在 30 多年来首次寻求超过 6% 的涨幅；全国纤维化学食品流通服务普通工会同盟（UA Zensen）也正在寻求 2025 年工资谈判中将其全职员工的平均工资提高 6.11%。

参照去年，关注第一次和第七次薪资谈判结果，第一次“春斗”给未来涨薪提出指引，不过最后一次才是实际落地的涨薪结果，且或会低于第一次“春斗”的答复增速。

图29：下一步行动：关注初次及最后一次“春斗”结果



数据来源：东吴证券研究所整理

5. 风险提示

- 1、地缘政治超预期**：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、日本通胀不及预期**：如果日本通胀尚未实现正循环，日央行或超预期转鸽，影响货币进一步正常化进程；
- 3、美国经济陷入衰退**：美国经济走弱导致全球需求放缓；
- 4、其他黑天鹅事件突发**：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。

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>