



稳步转鹰

——日央行议息会议点评（2025 年 1 月）

东京时间 1 月 24 日，日央行宣布加息 25bp。这是继去年 7 月套息交易逆转风波后首次加息，创 2007 年 2 月以来最大加息幅度。短期政策利率水平升至 0.5%，创 2008 年 10 月以来新高。

前瞻地看，日央行正在告别保持极低利率的宏观基础，加息节奏及幅度可能高于市场预期。利率水平或于年中升至 1% 附近，本轮加息终点可能接近 2%。一方面，薪资与物价之间的正向循环愈发稳固，通胀已经实质性修复。另一方面，企业与居民部门之间的正向循环正在建立，私人部门借贷意愿相应修复。

从短期看，日元套息交易逆转冲击或难重现，相关头寸的风险偏好已在冲击发生后显著下降。从中长期看，若日央行加息幅度超出预期，全球日元流动性或大规模退潮，以美股为代表的风险资产面临估值压力，美联储降息空间相应增加。

一、经济：更加乐观

日央行对日本经济及通胀形势的判断越发乐观，首次认可通胀水平或长期稳定于 2% 上方。

一是介于薪资与物价之间的正向循环愈发稳固，未来两年通胀预测值升至 2% 上方。2025Q1 点阵图将 2025 财年 CPI 通胀预测值调升 0.5pct 至 2.4%，2026 财年预测值调升 0.2pct 至 2.1%。从投票结构看，日央行对未来通胀的判断亦在转鹰。已有过半票委（5/9）认可直至 2026 财年通胀水平均将位于 2% 上方，较 2024Q4 投票（4/9）增加 1 位。日央行指出，随着企业利润的修复与“劳工荒”的加剧，薪资与物价之间的正向循环已经相对稳固，多数企业在调查中表示将在今年“春斗”继续大幅涨薪。



二是介于企业与居民部门之间的正向循环已经建立，日本经济或延续稳步扩张态势。尽管 2024 财年经济增速预测值小幅下调 0.1pct 至 0.5%，但 2025-2026 财年预测值稳定在 1% 上方。日央行指出，居民收入增长正在支撑消费扩张，叠加海外需求强劲，企业利润快速增长，进而通过就业市场对居民部门形成提振。从长期看，日本经济潜在增速或已上移。日央行认为日本经济潜在增速已从此前的 0.5% 上移至 1%，主要来自于数字化与人力资本投入带来的生产率上行，以及企业投资回暖带来的资本存量增长。

日央行认为未来经济与通胀前景的不确定性主要来自海外。若美国经济超预期回落，外需走弱或对日本经济及通胀形成冲击。日央行表示，只要经济与通胀形势按预期发展，未来将进一步加息。随着通胀水平走高，实际利率水平已经处于深度负区间，金融条件高度宽松。

二、影响：日元退潮

议息会议符合预期，市场反应平淡。日元小幅走强。美元兑日元收跌 0.75% 至 154.89。日本股市窄幅震荡。日经 225 指数在利率决议公布后冲高回落，收跌 0.38%。日本国债收益率曲线小幅熊陡。1 年期收益率小幅上涨 0.2bp 至 0.537%，10 年期国债收益率小幅上涨 1bp 至 1.215%。

2024 年 7-8 月的日元套息交易逆转冲击大概率不会重现。冲击发生后，日元套息交易风险偏好已经显著下降，引发冲击的高风险头寸难以迅速重建。

从中长期看，日央行超预期加息可能导致美联储降息空间增加。若日央行超预期加息，全球日元流动性可能大规模退潮，以美股为代表的风险资产将面临估值压力，美联储降息空间相应释放。

前瞻地看，日央行加息节奏或快于市场预期，利率水平或于年中提升至 1% 附近，本轮加息终点可能接近 2%。随着薪资与物价之间正向循环的加固，私人部门借贷意愿或进一步修复，利率已经失去保持低位的宏观基础。

（评论员：谭卓 张巧栩 王天程 安敬鑫）

图 1：日央行将短期政策利率调升至 0.5%

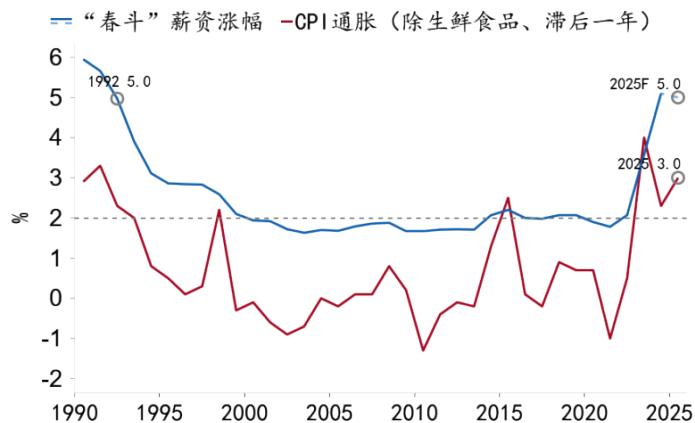
日央行货币政策



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2：日本通胀水平或已稳定于 2% 上方

日本通胀及薪资增速



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院