

2025年12月19日，日本央行在货币政策会议上通过决议，决定加息25个基点，将政策利率从0.5%上调至0.75%，日本政策利率由此达到30年来的最高水平。图为日本央行。

供稿/IC photo



多重因素交织下的日本“历史性加息”

文/吴国鼎

2025年12月19日，日本央行宣布加息25个基点，将政策利率从0.5%提升至0.75%，达到1995年以来最高水平。这是自2024年3月日本央行宣布结束负利率政策以来，日本央行第四次加息。此次加息是日本央行在通货膨胀高企、日元疲软等多重背景下采取的措施，但加息并没有产生预期效果，反而造成“债汇双杀”的局面。这折射出日本宏观经济政策面临的困境，也反映了日本的财政政策、货币政策以及经济发展状况三者之间的失调和失衡。

多重因素交织下的选择

在美国等全球主要经济体普遍开启降息周期的背景下，此次

“历史性加息”是日本央行在市场和经济形势以及政府政策等多重因素交织下的权衡和选择。

缓解通货膨胀和日元贬值压力是本次加息的主要目标。本次加息前，日本的通货膨胀居高不下。2025年11月，日本剔除生鲜食品后的核心居民消费指数（CPI）同比上升3.0%，连续51个月同比上升，也是连续44个月高于日本央行设定的2%的通货膨胀目标。这导致民生压力加剧，需要通过加息以平抑物价。日元持续贬值是本次加息另一主要原因。2024年3月以来，日本央行虽已加息三次，但日元贬值并未得到缓解。本次加息前，日元汇率一度突破1美元兑157日元，接近2024年政府干预汇率时的160红

线。日元持续贬值意味着进口成本大幅上升和输入型通货膨胀压力加大，需要通过加息以稳定和提振日元汇率。

日本央行认为其设定的加息前提已经实现。日本央行设定的加息前提是出现可持续的且由需求和工资共同支撑的超过2%的通货膨胀。日本央行高度关注的2026年春季劳资谈判已显现积极信号——企业与工会谈出的名义工资涨幅超过5%，创近30年高位，且较多企业表示，2026财年的加

薪力度将高于或与上年度持平。此外，本次加息前，日本央行内部已基本形成美国的高关税政策对日本经济的直接影响有限的共识，因而对于未来经济发展不确定性的担忧大为减弱。综上考虑，日本央行认为，逐步加息从而退出超宽松货币政策是适宜的。

本次加息是日本政府和央行在多重压力下的“妥协”。首相高市早苗主张积极的财政政策，认为应避免过早加息。日本央行则倾向于收紧货币政策，主张通过加息回收货币流动性。政府意识到，如果继续保持超宽松货币政策，由此可能导致的日元继续贬值以及通货膨胀高企，将损害政府抑制通胀以及改善民生政策的效果。且政府如果不同意央行

的加息决定，将形成对央行的干预，从而损害了日本央行的独立性，也有违反《日本银行法》之嫌。因此，在多种压力下，高市政府进行了妥协，同意央行进行加息。日本央行为了避免与政府发生政策冲突，则采取控制加息节奏、降低民众预期等措施以降低加息带来的冲击。

日本长期的超宽松货币政策产生了多重副作用，包括国债市场的流动性与定价功能被大大削弱、金融机构的利润下降和资产负债错配、养老金等长期资金无法通过投资安全资产获得合意回报而只能被动投资风险资产等。因此日本央行一直在寻找合适时机加息。当前美联储已开启降息周期，市场普遍预期美联储会继续降息。日本央行选择此时加息实际是把握美日货币政策收敛前的时间差。如果美联储继续降息，日元被动升值，日本央行将失去加息的时机和空间。通过本轮加息，日本央行希望尽快实现货币政策正常化，从而丰富货币政策工具，为未来市场形势的变化预留调控空间。

加息并未产生预期效果

本次加息的直接影响表现为国债价格下跌与日元持续贬值。这是多重因素共同导致的结果，包括市场预期降温、财政扩张与货币收紧政策之间的冲突、经济发展疲软等。

债市方面，长期国债价格下跌致使国债收益率上升。日本央行宣布加息后，作为日本长期利率指标的十年期新发国债收益率突破2%的重要关口，达到1999年8月以来最高水平。20年期日本国债收益率也攀升至2.975%。长期国债价格的下跌，意味着投资者对日本政府能够有效控制通货膨胀产生怀疑，从而要求更高的收益率来补偿长期国债的持有风险，也意味着投资者对日本政府的偿债能力产生担忧。利率上行直接推高了政府债务利息负担。日本2024财年国债利息支出已达7.9万亿日元，加息使得国债利息支出将进一步增加。更严峻的是加息可能导致财政可持续性危机。根据国际货币基金组织公布的数据，2025年日本政府债务总额将达到国内生产总值（GDP）的230%，远高于其他发达国家。加息加剧了投资者对政府财政状况的不信任，刺激了投资者对国债的抛售，进而导致了国债价格的下跌和收益率的上升。

本次加息并未带来日元显著升值。在央行宣布加息决定后，日元汇率在短暂震动后随即下跌，一度跌至1美元兑157.76日元的水平，创下近一个月新低。按照经济学逻辑，日本加息后日美利差缩小，会有更多的资金购入日元资产，从而带动日元升值。本次加息以后日元汇率并未反弹，说明市场对于加息的效果并不看好。实际上，即便日本的政

策利率升至0.75%，考虑到日本的CPI增幅，日本的实际利率仍为负值。而美国联邦基金利率目标区间为3.5%至3.75%，日本和美国的实际利差仍然显著，从而对日元汇率形成持续压制。此次加息还不足以实现遏制通货膨胀和稳定汇率的目标，市场期待日本央行实施更大幅度的加息。

本次加息对国债和汇率市场的影响，还叠加了央行“紧货币”与政府“宽财政”政策的冲突效应，进一步放大了影响后果。2025年12月16日，日本参议院通过了总额达18.3万亿日元的2025财年补充预算案以支持政府的经济刺激方案，其中超过60%的补充预算额将通过发行新债券来弥补。一方面是政府通过追加预算释放流动性；另一方面是央行通过加息收紧流动性。政府财政政策和央行货币政策的冲突，进一步影响了国债和汇率市场。这主要体现在两个方面：一是加息效果被削弱。财政扩张带来的需求扩张会导致通货膨胀的上升，从而对冲了加息对通货膨胀的抑制作用；二是推高债务融资成本。大规模国债发行将进一步增加债券的供给，从而引发国债价格的进一步下跌和国债收益率的上涨。作为前首相安倍晋三政策的追随者，高市早苗竞选时承诺的货币、财政“双宽松”政策难以在当前的通货膨胀形势下兑现。安倍时期的“宽货币、宽财政、产业结构改革”政策是在通

缩环境下推出的，而当前日本的通货膨胀正从外部驱动转向内部循环，形成了由工资上涨带动物价上升的内生性通货膨胀模式。在这种情况下，继续实施安倍时期的政策已无法适应日本当前的经济现实。政府政策调整的滞后性，进一步制约了加息政策的实施效果。

日本经济发展的疲软也削弱了加息政策发挥效力的基础。2025年第三季度，日本GDP环比下降0.6%，年化降幅将达到2.3%。这是日本经济六个季度以来首次下滑，再次暴露了日本经济的脆弱性。作为支撑经济增长主要动力的企业资本投资下降了0.2%，成为导致GDP下跌的主要原因。再叠加近期的地缘政治紧张等因素，使得投资者对日本经济的发展前景并不看好。从长期来看，日本的劳动力短缺、老龄化加速、生产率增长放缓等结构性问题，使得日本的经济复苏基础薄弱，潜在经济增长率长期处于较低水平。这种深层次、长期性的问题使得仅依靠货币政策难以有效发挥作用。

当然，也存在日本有意抑制日元升值的可能。日本自2021年起已连续四年出现贸易逆差，这对一个出口导向型经济体来说，是不可承受之重。因此日本希望保持弱势日元以维持出口。但同时，美国对日本央行长期维持的低利率政策也有所不满。美国财政部长贝森特此前多次敦促日本



退出超宽松的货币政策。这也促使日本央行不得不进行加息。在这两种因素的制约下，日本央行很可能故意放慢加息节奏，同时在加息前进行长时间的预热以消化市场预期。这既做出了迎合美方诉求的姿态，也使得日元不至于升值太快从而影响出口。

日本央行未来政策动向值得关注

在全球经济不确定性上升的背景下，日本央行的下一步行动值得关注。日本央行行长植田和男表示，当前日本利率仍低于中性水平（日本央行等一些机构的研究认为，中性利率大致在1%至2.5%之间），加息是宽松调整而非紧缩，日本需逐步退出超宽松的货币政策。若经济与物价形势允许，2026年将继续推进加息。但其具体如何实施、将产生何种影响仍然存在着较大不确定性。

一方面，日本央行未来如何

加息已成为市场关注的焦点。日本央行仍然面临着两难选择：大幅加息可能影响扩张性财政政策的实施效果，抑制经济复苏，而加息不足则不足以遏制通货膨胀与汇率贬值。一旦政策效果达不到预期，将导致货币和金融市场更大震荡。另一方面，日本央行和政府的政策冲突会给本来就脆弱的日本经济带来何种影响，尚未可知。

此次加息的效果不彰，也反映日本在治理通货膨胀、遵守财政纪律与经济结构改革之间的失调和失衡。若不能加强宏观政策协调以及调整经济结构，单靠加息不仅难以解决问题，反而可能带来更大的风险。由于日元在国际金融市场中的重要地位，国际社会应密切跟踪日本货币政策的动向，防范由此导致的跨境资本流动带来的风险，维护国际金融市场的稳定。^[7]

（作者为中国社科院世界经济与政治研究所副研究员）