



安倍经济学能否拯救日本经济？

要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：马素红 郭可为

guokewei@icbc.com.cn

相关研究：

2013/4/17《日本超宽松货币政策的
历程、效果与启示》

2013/1/17《安倍再度执政后经济与
对华政策分析与展望》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 在安倍成为 6 年来首位控制国会参众两院的日本首相后，未来日本政坛可能迎来稳定的“黄金三年”。在安倍经济学的作用下，日本经济显示出了较好的复苏势头，日元贬值对出口的提振作用日益明显，通缩状况初现缓解迹象。但是，安倍经济学的副作用和局限性开始显现：一是加剧了股市和债市的大幅波动；二是安倍经济学对中小企业的提振作用微弱；三是安倍经济学未能惠及普通民众。
- 安倍经济学未来能否奏效将面临多重挑战。首先，日本政府的巨额债务是影响安倍经济学成效的财政因素。其次，“老龄化”、“产业空心化”等顽疾是影响安倍经济学成效的结构性因素。第三，政局不稳定的传统是影响安倍经济学成效的国内政治因素。第四，金融市场剧烈波动反映民众信心脆弱是影响安倍经济学成效的社会心理因素。第五，反对日元贬值的外部压力、TPP 谈判以及中日关系恶化是影响安倍经济学成效的国际因素。
- 虽然安倍经济学已经初见成效，但是否能引领日本经济走出“失去的二十年”仍有待观察。首先，宽松货币政策对解决通缩和提振经济作用有限。其次，债务问题掣肘财政政策，刺激经济力不从心。第三，经济增长战略缺乏相应措施，结构性改革任重道远。

目 录

一、安倍经济学的基本政策框架.....	3
二、安倍经济学实施以来已经初显成效.....	4
（一）日本经济显现诸多复苏迹象.....	4
（二）日元贬值对出口的提振作用日益明显.....	7
（三）通缩状况初现缓解迹象.....	8
三、安倍经济学的副作用和局限性开始显现.....	9
（一）安倍经济学加剧了金融市场的波动.....	9
（二）安倍经济学对中小企业的提振作用微弱.....	10
（三）安倍经济学未能惠及普通民众.....	11
四、安倍经济学未来能否奏效将面临多重挑战.....	12
（一）日本政府的巨额债务是影响安倍经济学成效的财政因素.....	12
（二）“老龄化”、“产业空心化”等顽疾是影响安倍经济学成效的结构性因素.....	13
（三）政局不稳定的传统是影响安倍经济学成效的国内政治因素.....	14
（四）金融市场剧烈波动反映民众信心脆弱是影响安倍经济学成效的社会心理因素.....	15
（五）反对日元贬值的外部压力、TPP 谈判以及中日关系恶化是影响安倍经济学成效的国际因素.....	15
五、安倍经济学能否引领日本走出“失去的二十年”仍有待观察.....	16

图目录

图 1 日本、美国和欧元区经济季度增速变化图.....	4
图 2 日本机械订单与工业产值走势.....	5
图 3 日本 SENTIX 投资信心指数走势.....	6
图 4 日本消费者信心指数走势.....	7
图 5 日元对美元、欧元、英镑汇率走势.....	7
图 6 日本出口额与同比走势.....	8
图 7 日本 CPI 指数与环比走势.....	9
图 8 日经 225 股指与其他主要股指走势图.....	9
图 9 日本 10 年期国债收益率走势图.....	10
图 10 日本大中小型企业对商业前景判断走势图.....	11
图 11 日本家庭支出与现金收入率.....	12
图 12 日本政府总债务占 GDP 比重走势图.....	13
图 13 日本对外直接投资额与 65 岁及以上人口比例.....	14
图 14 日本贸易差额与环比.....	17



2013年7月21日，日本参议院第23届选举结果揭晓，由日本首相安倍晋三(Shinzo Abe)领军的自民党与其联合执政的公明党获得了参议院的过半席位，从而终结了日本参众两院的“扭曲国会”¹局面。安倍由此成为6年来首位控制国会参众两院的日本首相，未来日本政坛可能迎来稳定的“黄金三年”，这将使安倍内阁推行自己的“安倍经济学”时更加具有执行力和连贯性。本文拟在深入分析安倍经济学已经产生积极与消极效果的基础上，重点探讨日本影响安倍经济学成效的主要因素，最后尝试分析安倍经济学能否引领日本经济走出“失去的二十年”。

一、安倍经济学的基本政策框架

“安倍经济学”(Abenomics)是指日本第96任首相安倍晋三2012年12月26日上台后加速实施的一系列刺激经济政策，旨在解决日本经济持续低迷与长期通缩的问题。“安倍经济学”以“大胆的金融政策，灵活的财政政策和拉动民间投资的经济增长战略”为三大支柱，也被称为安倍政府的三支利箭。安倍政权为日本经济增长定下的目标是，力争在未来10年实现年均2%的实际经济增长和3%的名义增长，人均国民收入增加150万日元。

安倍经济学的第一大支柱是宽松货币政策。黑田东彦就任日本央行行长后，坚决贯彻执行安倍经济学，在维持利率水平0%-0.1%不变的基础上，强势推行“量和质两方面大胆宽松”(下文简称“双化宽松”)政策，力争在“两年”时间内实现“2%”的通货膨胀目标。所谓“量化”宽松是通过把央行债券购买规模和货币基础扩大至现有水平的“两倍”，而“质化”宽松是央行扩大国债购买范围，开始购买长期国债。

安倍经济学的第二大支柱是财政刺激政策。安倍政府试图通过大规模公共支出激活经济，扭转长期通缩状况，陆续推出了超过20万亿日元的“紧急经济对策”、史上第二大的、超过13万亿日元的“2012财年补充预算案”、史上规模最

¹ “扭曲国会”是指执政党在众议院过半数，在野党在参议院过半数而形成的国会众参两院对峙的状况。一般情况下，在野党控制参议院，可以在首相提名、法案审议通过、两院人事任免、临时国会和特别国会会期的延长、国务大臣(包括首相)的问责决议、国政调查权和证人唤问等问题与执政党展开对抗。

大的、总额 92.61 万亿日元的“2013 财年预算案”，以及正在酝酿 2013 财年补充预算案。

安倍经济学的第三大支柱是经济增长战略。安倍以旨在激发民间活力的结构性改革措施作为经济增长战略的主要内容，改革重点是放宽各种行政管制，吸引民间资本加速进入医疗、健康、信息技术、农业、能源、公共基础设施等目前管制较多的领域。

二、安倍经济学实施以来已经初显成效

客观来说，在安倍经济学的作用下，日本经济显示出了较好的复苏势头。第一季度国内生产总值较前一季度增长 1%，年化增长率高达 4.1%，为 2012 年一季度以来最快，远远高于美国同期的 1.8%和欧元区的-1.1%的经济增速。

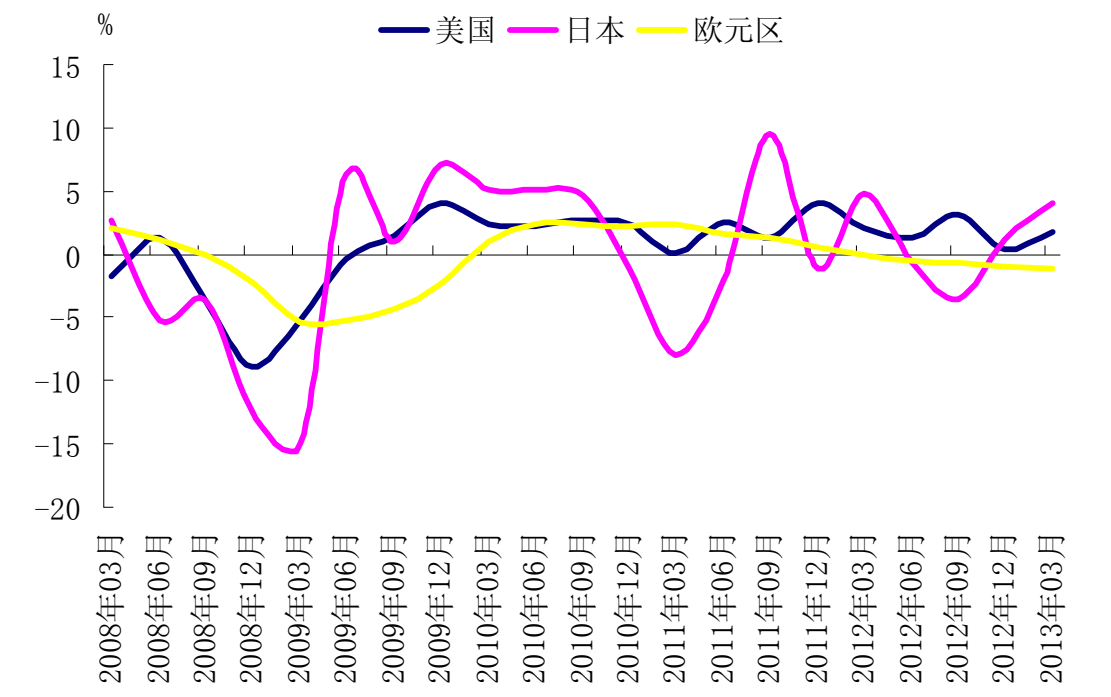


图 1 日本、美国和欧元区经济季度增速变化图

注：日本和美国为 GDP 季调环比折年率，欧元区为季度 GDP 同比增长率

数据来源：Wind 资讯金融终端，彭博，中国工商银行城市金融研究所，下同

（一）日本经济显现诸多复苏迹象

今年 1 季度以来，日本经济诸多领域出现复苏加快的迹象。首先，工业生产



强劲复苏。日本工业产值在1月份微跌0.6%后，之后实现连续四个月上涨。日本3月机械订单月率猛增14.2%，为连续第二个月增长，并创下16个月以来的最大升幅。5月份机械订单月率也达到了10.5%，凸显企业现金流在增加，信心大幅改善，对经济前景有重要的前瞻意义。日本制造业产能利用率也稳定提升，连续三个月增长。

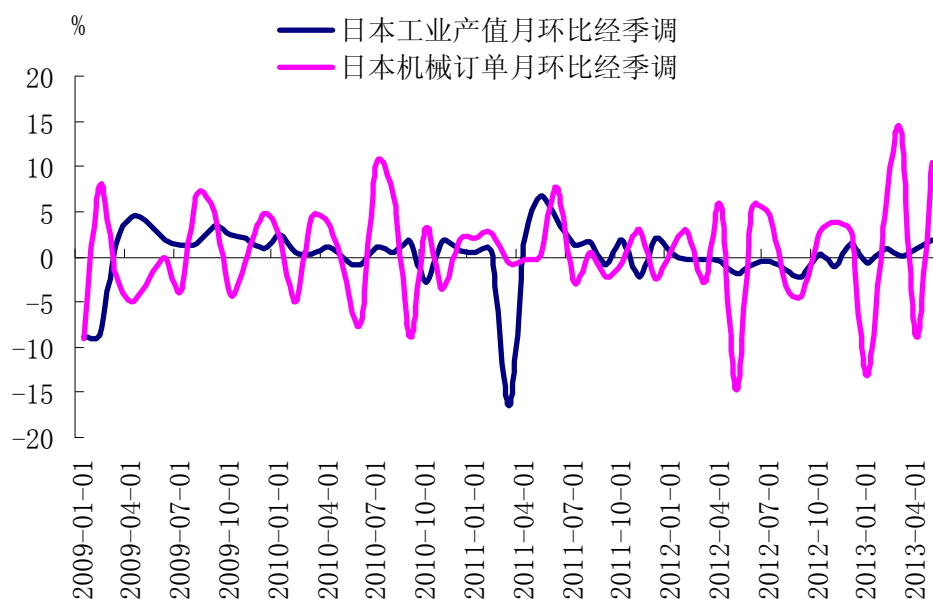


图2 日本机械订单与工业产值走势

其次，公共投资增势良好。日本内阁府数据显示，2013年5月份日本公共工程合同金额和4月份日本公共工程合同订单双双同比增长。

第三，企业投资信心稳步提升。日本Sentix投资信心指数2013年以来连涨7个月，且基本呈现加速增长的态势，1-7月分别为0.5、5.5、3.9、6.3、7.3、8.4和12.3，显示企业投资信心逐渐饱满，这种信心将很有可能转化为实际行动，从而促进投资的增长。

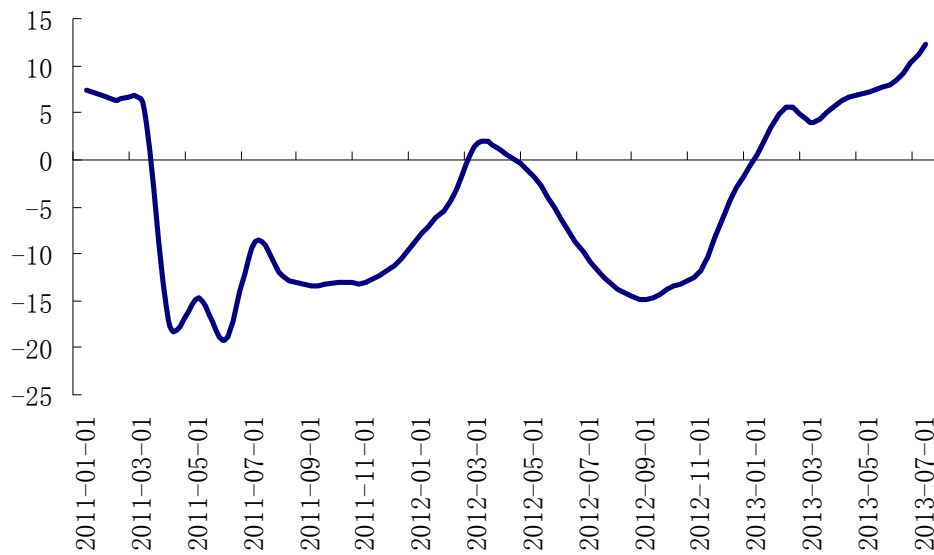


图 3 日本 Sentix 投资信心指数走势

第四，私人消费有所企稳。2013 年以来，日本家庭每月平均实际支出连续四月同比增长，5 月有所下跌。就消费者信心指数来看，整体生活、收入增长、就业以及耐用品消费四个方面都较 2012 年有明显增长，预示未来消费可能会有大幅增长。

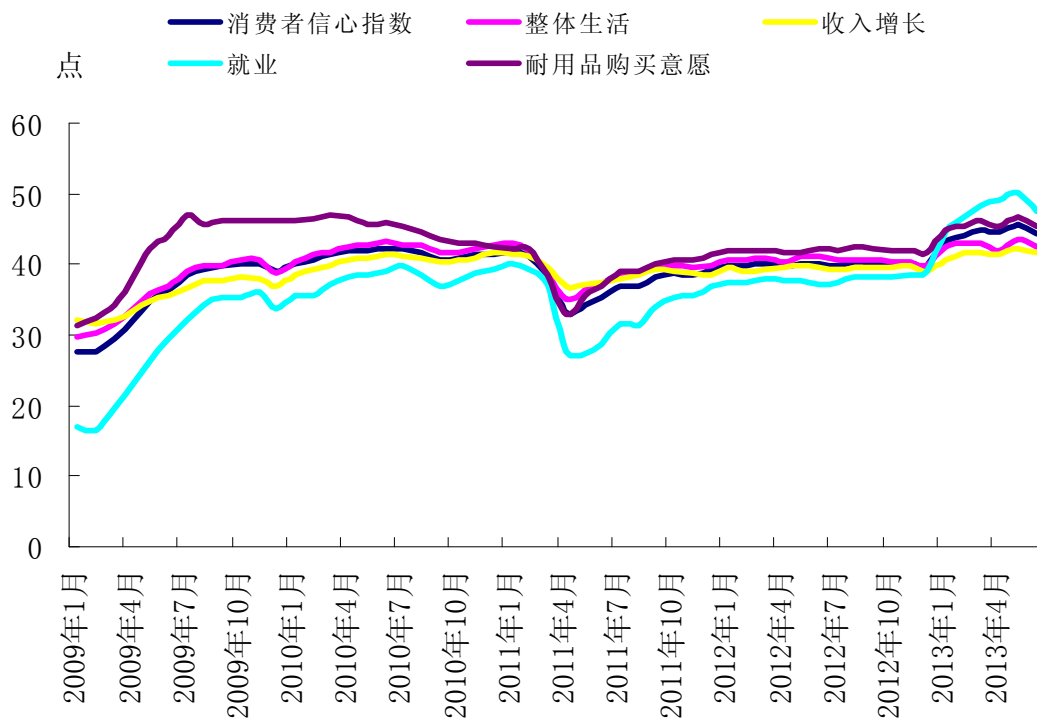




图4 日本消费者信心指数走势

（二）日元贬值对出口的提振作用日益明显

日本 2012 财年 (2012 年 4 月 1 日至 2013 年 3 月 31 日) 对外贸易出现 8.17 万亿日元的逆差，创 1979 财年有统计以来最高纪录。日本政府全面推行安倍经济学以来，日元汇率对主要币种全线贬值，截至 7 月 24 日，日元对美元、欧元和英镑较 2012 年末分别贬值 15.02%、15.12% 和 8.74%。日元贬值使对日本出口起到了明显的提振作用，2013 年 3 月起日本出口实现连续四个月同比增长。

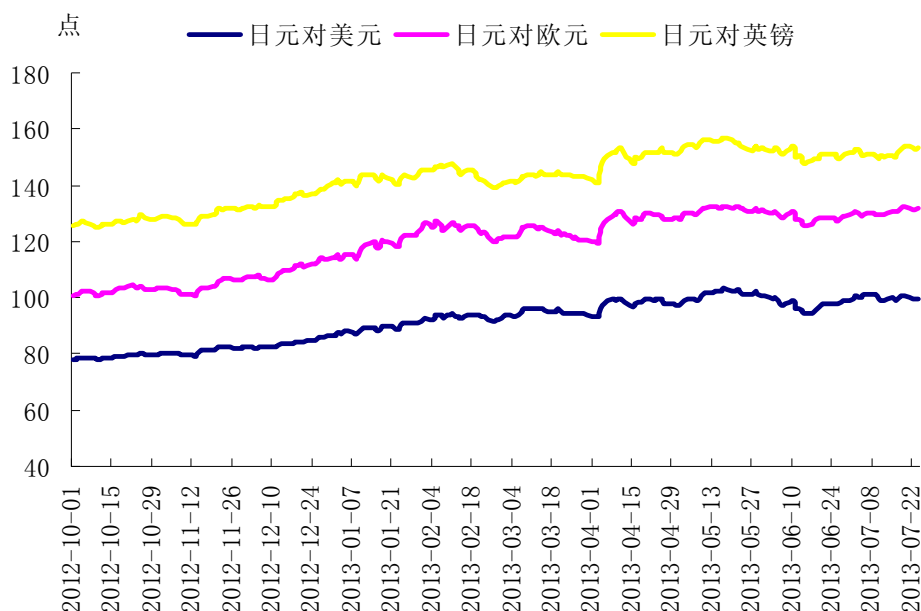


图5 日元对美元、欧元、英镑汇率走势

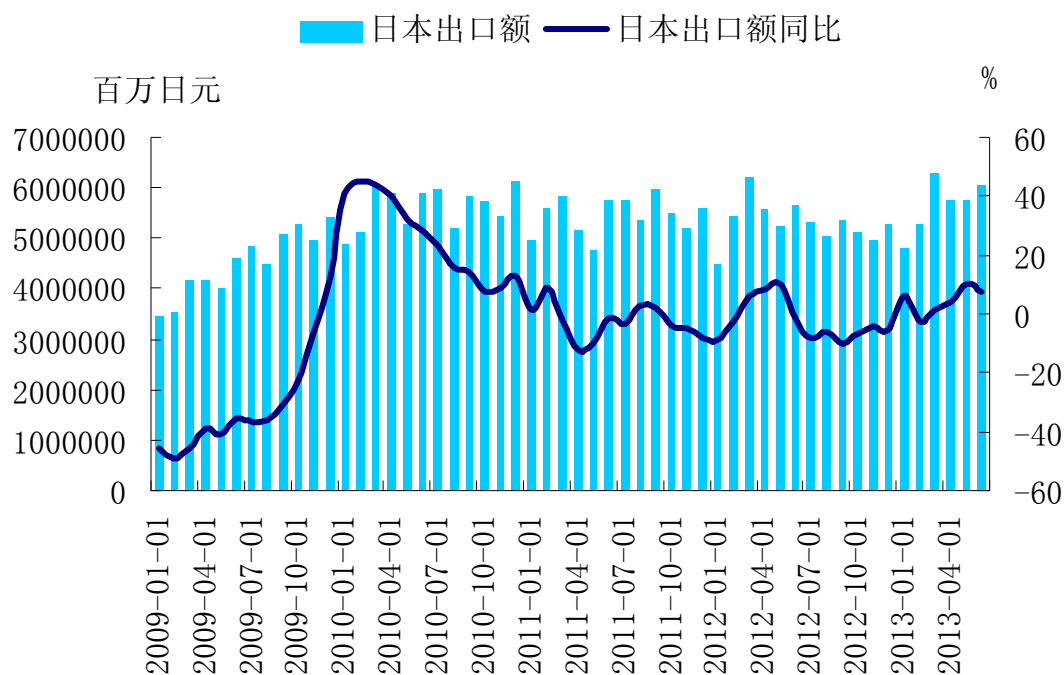


图6 日本出口额与同比走势

（三）通缩状况初现缓解迹象

截至5月，日本CPI和核心CPI分别连续环比增长3个月和4个月，显示出了非常好的势头。但是从同比来看，日本CPI和核心CPI均已连续12个月负增长或零增长。总体而言，日本经济仍处于温和通缩阶段。

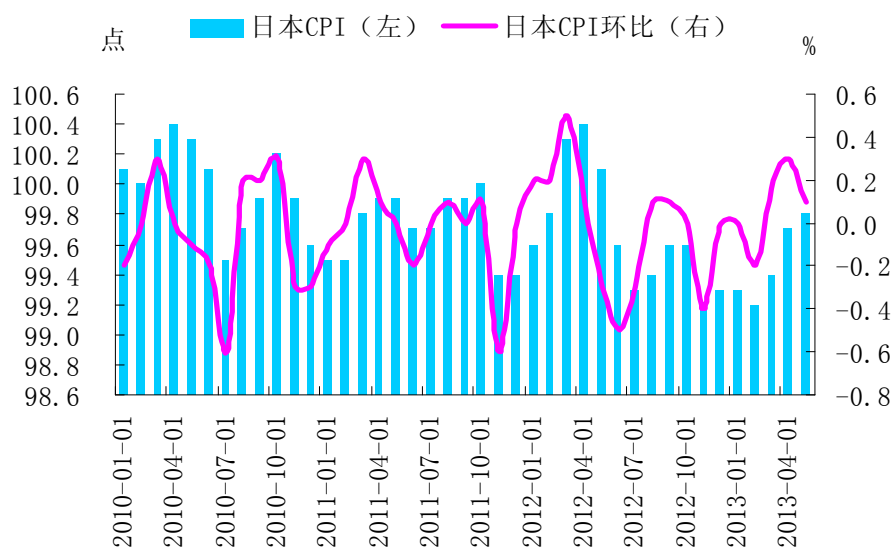




图7 日本CPI指数与环比走势

三、安倍经济学的副作用和局限性开始显现

（一）安倍经济学加剧了金融市场的波动

首先，日本股市今年以来频繁出现暴涨暴跌的现象。日本股市前期一路上涨，5月22日，日经225指数收盘创下自2007年12月来的最高收盘点位，较去年末累计涨幅超过50%。但在5月23日，日经225指数暴跌7.32%，创下“3·11大地震”以来最大跌幅，并在此后的一个月延续了大幅下挫态势，尽管6月末之后日经指数出现一波反弹，但7月下旬以来再次出现连续大幅下跌走势。日本股市的剧烈波动表明，投资者对于日本“安倍经济学”执行前景及成效仍然存在相当大的疑问，对于“安倍经济学”可能引致的债务风险及金融风险抱有较重忧虑。

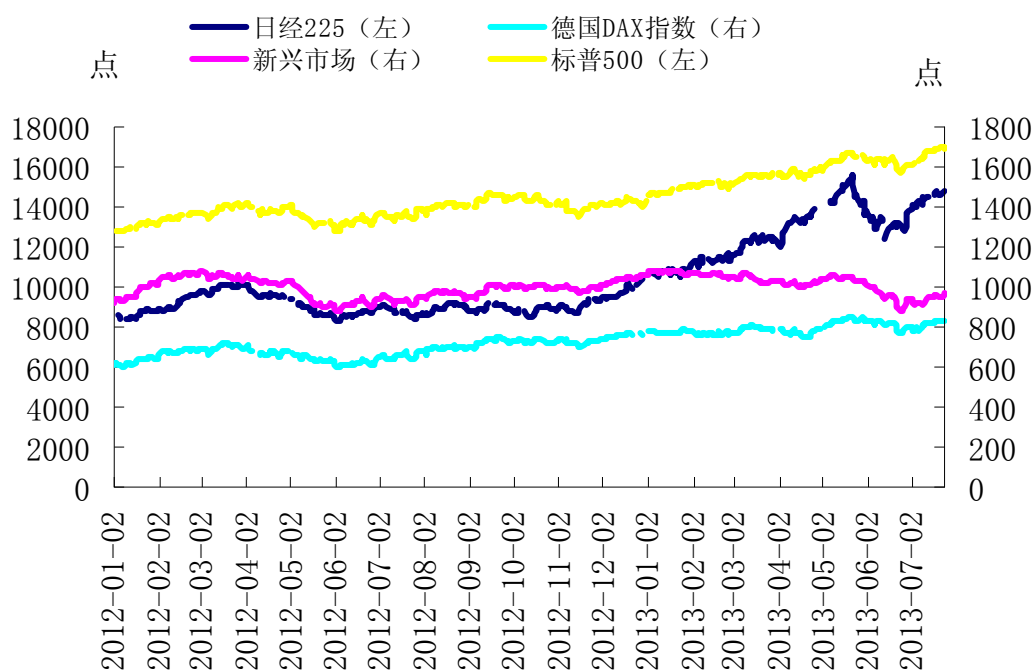


图8 日经225股指与其他主要股指走势图

其次，日本国债收益率大幅震荡。安倍经济学推行以来，一向被视为安全资产的日本国债也变得极不稳定，多次触发熔断机制²。日本10年期国债收益率在4月5日创下0.325%的历史最低点后，而后于5月23日一度攀升至1%，创下2012

² 因某种商品主力合约价格剧烈波动而被迫暂停相关期货交易的机制。

年4月以来的盘中新高。此后在安倍政府和日本央行的积极安抚下，国债收益率出现震荡下跌态势。截至7月24日，日本10年期国债收益率收盘至0.777%，仍较4月份0.446%的阶段性低点上涨了0.331个百分点。



图9 日本10年期国债收益率走势图

（二）安倍经济学对中小企业的提振作用微弱

日本央行公布的最新短观报告显示今年第二季度日本大型企业较中小企业对商业环境的判断更加乐观。其中，大型企业商业环境指数由今年第一季度的-1%升至8%，为2008年第一季度以来的最高水平。同期，中型企业指数自-3%升至2%，小型企业指数自-12%升至-8%，虽然均显示上升趋势，但远逊于大型企业的升幅。主要原因是大型企业因日元贬值受益，出口增长，而中小企业因日元贬值所害，原材料价格高涨，成本增加，利润减少。

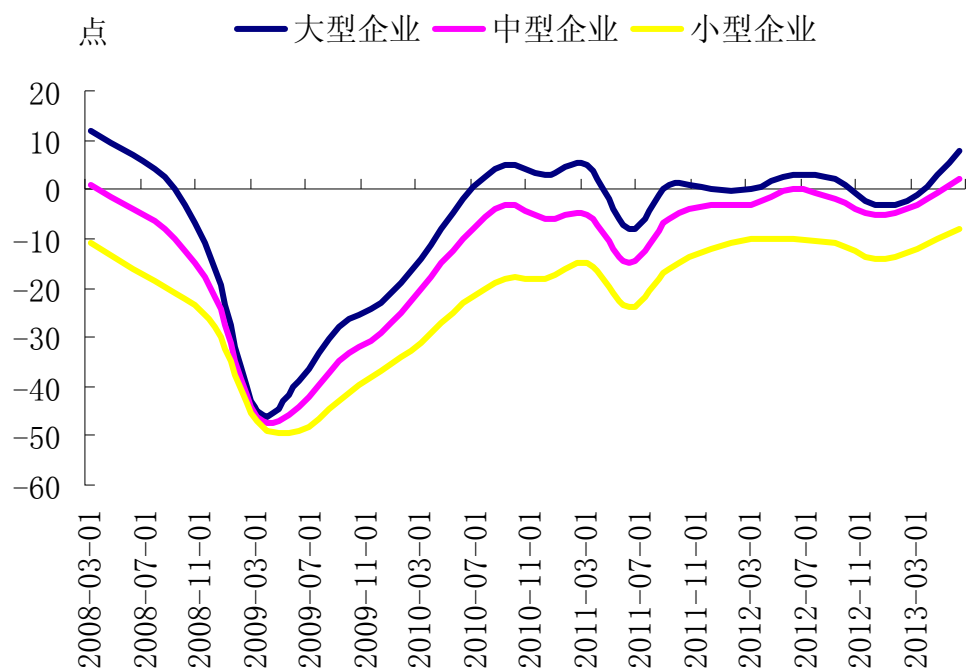


图 10 日本大中小型企业对商业前景判断走势图

（三）安倍经济学未能惠及普通民众

安倍经济学推动股票、房地产升值，相对富裕的阶层可以享受到因此带来的财富效应，而到目前为止，工薪阶层收入水平提高的幅度微乎其微。日本5月份的现金收入同比负增长，显示了安倍经济学尚未起到增加民众收入的作用。不仅如此，由于日元贬值及原材料价格上涨，日本以食品为首的多种生活必需品物价上涨明显，加大了普通消费者的生活负担。

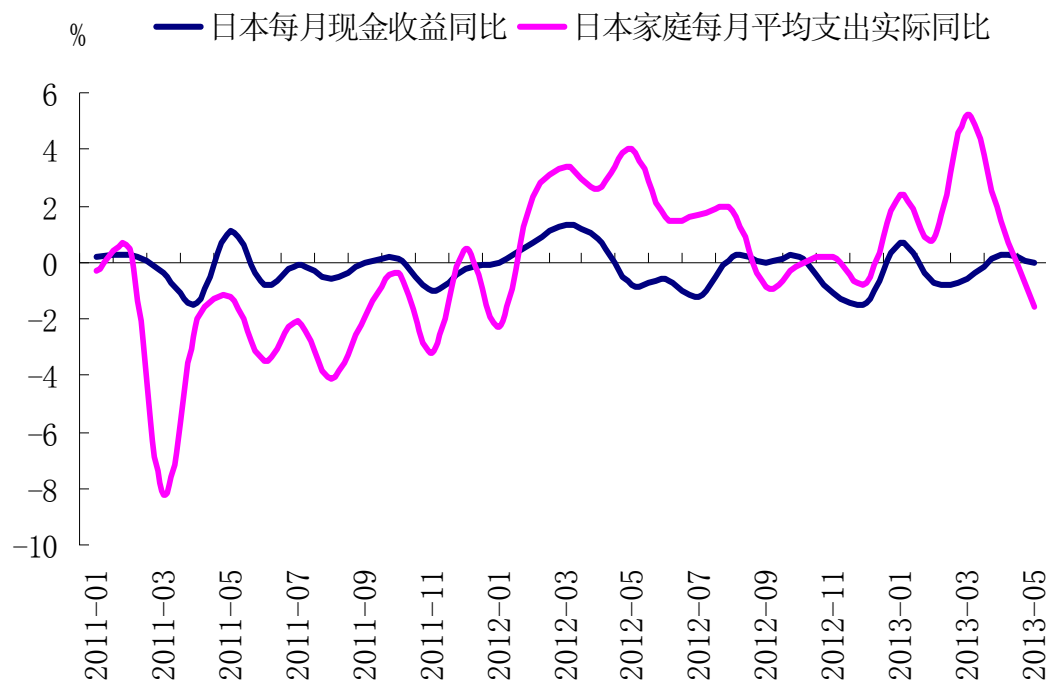


图 11 日本家庭支出与现金收入率

四、安倍经济学未来能否奏效将面临多重挑战

(一) 日本政府的巨额债务是影响安倍经济学成效的财政因素

日本目前是全球第一大债务国，截至 2012 年底，包括国债在内的日本政府债务规模达 997.22 万亿日元，创出历史新高，日本债务占 GDP 比重从 1990 年的 67% 一路升至 2011 年的 230%。国际货币基金组织（IMF）在最新发布的年度《全球金融稳定》报告中预测，2012 年至 2015 年日本政府债务总额占 GDP 的比将分别达到 237%、245%、246%、248% 的水平。尽管 90% 左右的日本国债持有人来自国内，引发债务危机的可能性并不大，但近期国债收益率有所上升令日本财政的持久性蒙上阴影。国债问题正使安倍经济学面临一个两难境地，即安倍经济学致力于结束通缩，全力推动通胀率上升，投资者会理性地出售低收益率的日本政府债券，转而进入其他高收益的市场投资，但日本国债收益率的抬高会令日本政府偿债成本增加，日本政府将面临更加严重的财政问题。此外，消费税率上调也给“安倍经济学”提出难题。日本政府预计将于 10 月决定是否在明年 4 月启动第一轮



消费税率上调，即从现在的 5% 上调至 8%。但目前已有迹象显示，安倍政府为避免“安倍经济学”中途夭折，意欲推迟上调消费税率。但暂缓上调消费税率将严重损害市场对日本国债和财政重建的信心，风险同样巨大。总之，安倍经济学给安倍政府出了“两难抉择”，这也说明安倍经济学实际效力恐怕难尽如人意。

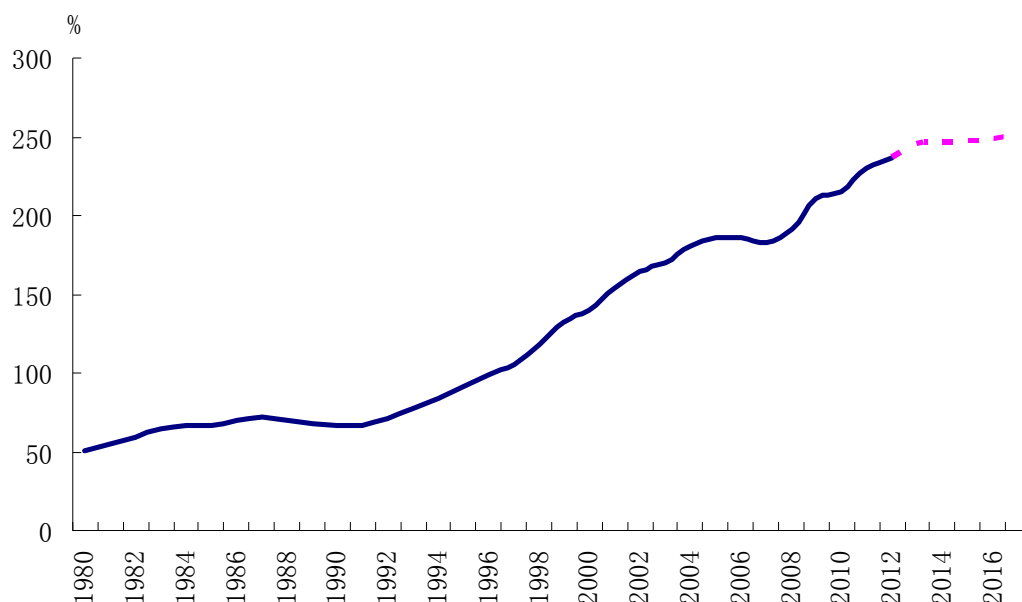


图 12 日本政府总债务占 GDP 比重走势图

注：2012年后为预测值

（二）“老龄化”、“产业空心化”等顽疾是影响安倍经济学成效的结构性因素

日本老龄化程度居全球最高水平，根据世界银行的统计，2012 年 65 岁及以上人口比例为 24.13%，而世界平均水平为 7.7%，美国为 13.3%，欧盟为 18.48%。日本严重的少子化和老龄化，不仅导致了劳动力的减少，影响了日本企业的生产扩大，而且劳动年龄人口也是社会消费的主力，直接影响了社会消费的扩大。此外，上世纪 80 年代以来，为了减轻日元升值的冲击，日本国内资金纷纷转向海外投资，带动了一批在日本已经丧失比较优势的企业将其主要生产和经营基地向外转移，致使国内投资相对萎缩，“产业空心化”趋势严重。解决“产业空心化”

问题根本要依托于企业，然而日本企业所承担的税负非常高，这使得企业进行大规模固定资产更新和中长期投资的意愿并不强烈。日本“老龄化”与“产业空心化”等结构性顽疾积重难返，解决并非一朝一夕，也必将影响安倍经济学的贯彻与效力的发挥。

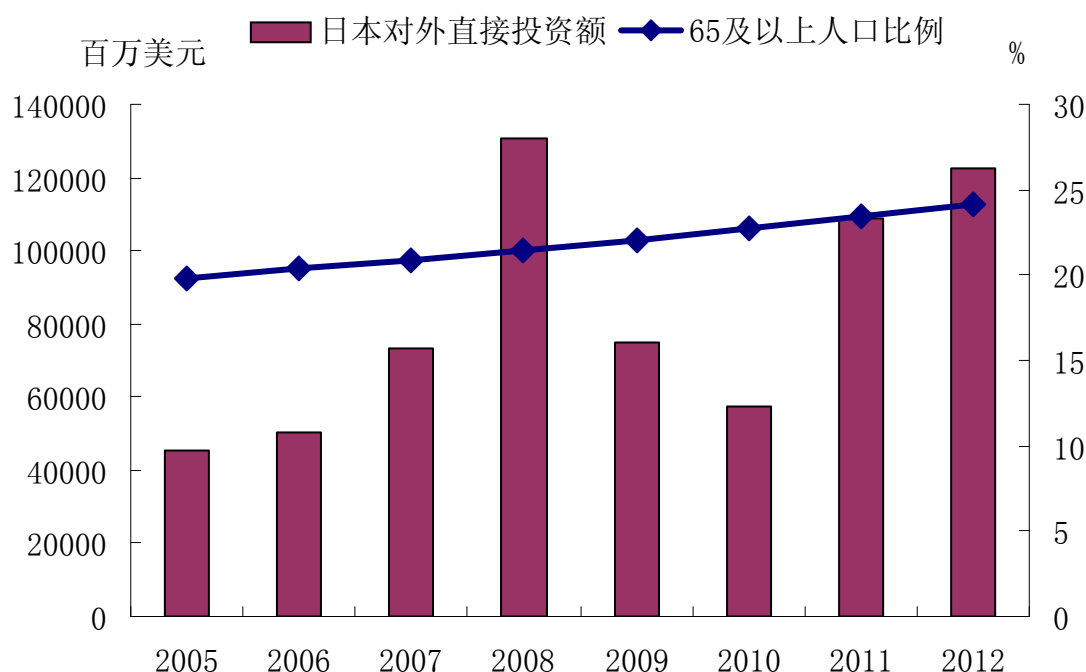


图 13 日本对外直接投资额与 65 岁及以上人口比例

（三）政局不稳定的传统是影响安倍经济学成效的国内政治因素

刚刚结束的日本参议院选举，自民党联合公明党一举控制了国会参众两院，安倍晋三有望在 2016 年下次大选之前执掌日本首相大权，因此安倍经济学也获得继续推进的基本条件。但是纵观日本政坛近十多年的历史，首相走马灯似的频繁更换是家常便饭，这期间除了被外界公认的强硬派首相小泉纯一郎达到 5 年任期外，其余没有一位顺利结束任期，甚至出现过“十年十相”的前车之鉴。此外，在日本，一届内阁能否继续在位还有一条红线，即民众支持率少于 20% 是内阁下台的警戒线。一旦民众支持率跌破 20%，或者党首被爆出个人丑闻，那么这届内阁也就基本进入倒计时。对安倍晋三来说，当前民调数据虽然尚远远高于警



戒线，但趋势不容乐观。今年2月24日，由日本共同社发布的全国电话舆论调查结果显示，当时安倍晋三内阁的支持率高达72.8%。但7月14日，由日本《每日新闻》进行的最新民调结果显示，安倍晋三内阁的支持率下滑至55%。如果照此趋势发展，安倍触及20%的警戒线从而提前结束第二次首相任期也不是天方夜谭，安倍经济学的命运也很有可能是黯然结束。

（四）金融市场剧烈波动反映民众信心脆弱是影响安倍经济学成效的社会心理因素

近期，日本金融市场动荡加剧。日本股市连续出现暴跌；债券市场则因为日本央行的大规模介入，长期国债利率不跌反升；汇市也是大起大落，市场不安情绪不断上升。其主要原因除了前期金融市场对日本政府反应过度积极，存在技术性回调的需要外，更重要的是心理层面的原因：一是市场对安倍经济学未来能否奏效产生质疑；二是对安倍经济学是否将进一步恶化日本政府的财政状况表示担忧；三是安倍经济学的“第三支箭”——经济增长战略缺乏具体细节和新意，未包括许多商业团体认可的全面减税内容，回避了一些根本问题。安倍经济学只有得到市场的认可、民众的支持，才能重塑企业对投资的信心、激发民众对消费的热情，从而使日本经济长期低迷所蕴藏的潜能迸发出来，走上经济复苏的道路。

（五）反对日元贬值的外部压力、TPP谈判以及中日关系恶化是影响安倍经济学成效的国际因素

首先，国际社会反对日元过度贬值的压力始终存在。安倍经济学推行超宽松货币政策导致日元大幅贬值，严重损害了德国、韩国等经济体的利益。如果安倍内阁未来进一步纵容日元贬值，将会遭到更大的国际压力，甚至还很有可能爆发汇率战。事实证明，继4月日本央行祭出“双化宽松”政策后，韩国、泰国等与日本出口结构相似的国家深受其扰、苦不堪言，韩元和泰铢对日元最高升值超过20%，于是先后采取降息等方式来减弱日元贬值对本国出口的影响。其次，安倍积极推动日本加入美国主导的跨太平洋伙伴关系协议（TPP）不会一帆风顺。除了国内农业界强大的反对声音外，美国部分劳工组织和商业团体抗议在日本汽车市场方面面临阻碍、其他经济体也对安倍经济学极力推动弱势日元多有忌惮，可

以想象，包括美国在内的 11 个国家会与日本就加入 TPP 进行繁复的谈判，这个过程将是极其漫长和艰辛的。第三，中日关系严重停滞甚至恶化将会对日本经济复苏产生重大影响。安倍上台后，一方面继续不承认钓鱼岛主权争议，另一方面，还试图通过加强与东南亚、蒙古和印度等经济体的经贸关系，为其政治关系打好基础，实现对华牵制、构建对华包围网的作用。此外，还积极推动修宪及强军（包括行使“集体自卫权”），因此中日关系有可能进一步恶化。中国作为日本最大贸易伙伴和最大出口市场，“政冷”已经带来“经冷”，何日复苏尚遥遥无期。

五、安倍经济学能否引领日本走出“失去的二十年”仍有待观察

虽然安倍经济学已经初见成效，但是否能引领日本经济走出“失去的二十年”是各界最为关心的话题。从上个世纪 90 年代开始，以股市和资产价格泡沫破裂为序幕，日本陷入了长达 20 年的经济低迷，这段时期被人称为是日本“失去的二十年”。在此期间，日本病（Japan's Disease）也日渐突出，其根本病因是少子老龄化、经济增长方式和财政金融体制不能与时俱进、社会氛围日趋保守僵化、企业创新能力萎缩等。具体表现为经济增长低迷、通缩趋势难改、政府债务负担和财政赤字水平不断攀升、货币政策深陷流动性陷阱等。

我们可以从安倍经济学的三大支柱出发，分析其在根治“日本病”，提振日本长期经济增长方面可能发挥的效力。

首先，宽松货币政策对解决通缩和提振经济作用有限。一方面，日本央行的“双化宽松”货币政策并不能彻底解决日本通缩以及流动性陷阱问题。导致日本陷入“流动性陷阱”的成因相当复杂，包括少子老龄化、社会氛围日趋保守僵化、企业创新能力萎缩等结构性问题也是重要原因，因此绝非简单的加大货币供应量就可以解决。超宽松货币政策可能仅是治理私人部门借贷意愿匮乏的手段之一。另外，金融机构由于多种原因，放贷能力和意愿均不足，实体企业因自身负债累累，借贷意愿很弱，也使超宽松货币政策难以发挥效力。另一方面，日元贬值刺激经济增长的效果也利弊参半。日本作为出口导向型经济，通过日元贬值提振出口的作用虽然有所显现，但也有隐忧：一是抬升了进口成本。根据日本财务省 7 月 24 日公布的今年 1-6 月贸易统计初值数据显示，创下 1979 年以来的同期最大



逆差纪录。二是日元贬值的优势未来可能会被减弱。日元贬值已经引起韩国等国的强烈反对并且采取了相应的本币贬值措施，日元贬值所带来的优势或将减弱甚至消失。三是在日元贬值过程中盈利大增的日本企业的资金流向值得关注。由于深受全球经济危机之害以及固有的保守经营理念使日本企业对加大研发、设备以及人力资源的投入增幅较小，而加大了防范风险的预留资金额度。综合来看，宽松货币政策对解决通缩和提振经济力不从心。

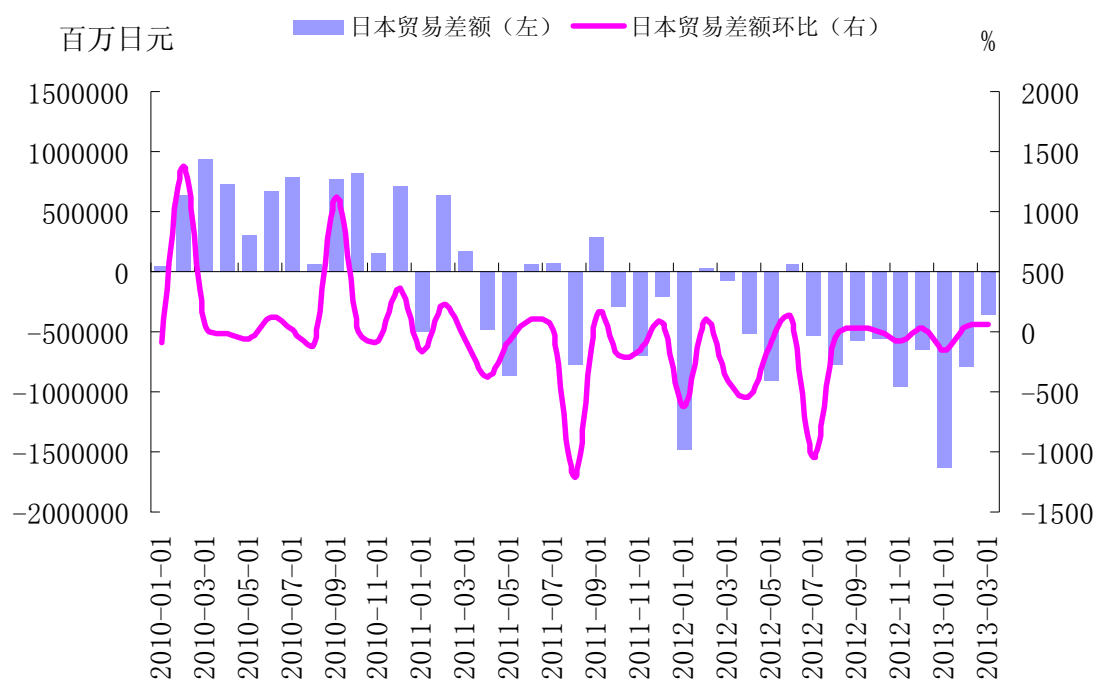


图 14 日本贸易差额与环比

其次，债务问题掣肘财政政策，刺激经济力不从心。从灵活的财政政策来看，由于日本目前全球第一的政府债务水平，安倍政府虽然推出了多个大规模的财政预算案，而且在自民党掌控参众两院的情况下，很有可能得到贯彻执行，但巨大的公共债务压力无疑会限制财政刺激空间。如果安倍政府继续大规模财政扩张以及量化宽松势必在一定程度上推升通胀预期，通胀预期上升也将导致名义利率升高，从而加重日本政府的利息偿付负担，同时政府大规模投资对私人投资产生严重的挤出效应，将不利于日本经济的长远发展。

第三，经济增长战略缺乏相应措施，结构性改革任重道远。安倍经济学的经济

增长战略主要有四方面的不足：一是安倍经济学的经济增长战略几乎面面俱到，但却流于表面，对日本的少子高龄化等结构性问题，它仅仅提出将医疗保健、医疗设备和制药作为日本主要的增长领域等框架性建议。二是经济增长战略所提目标和指标值的达成期限大多在五年后，内容笼统，没有提出实现这些中长期目标的具体对策和路线图，明显令市场以及普通民众对其缺乏信心。三是经济增长战略缺乏新意。产业竞争力会议提出要放宽有关规定，在东京、大阪、名古屋三大都市圈设立国家战略特区，使之成为世界“最容易经商的街区”。这被指摘是民主党政权 2010 年 6 月制定的《新经济增长战略》的抄袭。四是经济增长战略遇难而退。例如放宽企业人员新陈代谢的解雇制度，对提高产业竞争力不可或缺。但由于朝野意见分歧太大，经济增长战略对日本企业用人制度改革并未触及。

总之，安倍经济学暂时起到了刺激日本经济复苏，缓解通缩状况的作用，但未来仍面临多重挑战，是否能真正引领日本经济走出“失去的二十年”尚待进一步的观察。