



安倍经济学是否已成强弩之末？

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：郭可为

guokewei@icbc.com.cn

相关研究：

2014/2/8 《“日本病”的特征与根源以及中美欧“日本化”程度研究》

2013/10/22 《福兮，祸兮？——提高消费税对日本经济的影响分析》

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。

- 2013 年安倍经济学实施的总体成效明显。从经济基本面看，日本经济增长有所改善，但明显后继乏力。从货币政策效果看，安倍经济学初步缓解了日本的通缩状况，日元大幅贬值也促进了出口增长。从财政政策效果看，安倍经济学对日本财政失衡状况的改善弊多利少。从心理层面看，安倍经济学给日本民众和企业界带来的乐观情绪有逐渐淡化的趋势。
- 未来安倍经济学是否能持续发挥效力，我们认为不容乐观：首先，安倍经济学“三支箭”中最重要的一支——旨在推行结构性改革的“经济增长战略”出台以来，一直处于只闻其声不见其影的状态，难以对经济复苏形成有力的支撑作用。其次，消费税率的提高势必将对经济增长形成一定拖累，而缓冲措施并不充分。第三，日本央行也面临实现通胀目标后逐步退出货币宽松政策，还是继续加码量化宽松力度来拉动经济增长的两难困境。

目 录

| | |
|---|----------|
| 一、2013 年安倍经济学总体成效明显，但进一步加剧了日本财政失衡问题... | 1 |
| （一）从经济基本面看，日本经济在安倍经济学的提振下有所改善，但明显后继乏力..... | 1 |
| （二）从货币政策效果看，安倍经济学初步缓解了日本的通缩状况，日元大幅贬值也促进了出口增长..... | 4 |
| （三）从财政政策效果看，安倍经济学对日本财政失衡状况的改善弊多利少 | 5 |
| （四）从心理层面看，安倍经济学给日本民众和企业界带来的乐观情绪有逐渐淡化的趋势..... | 7 |
| 二、安倍经济学未来效果不容乐观..... | 8 |
| （一）结构性改革缺位是最重要因素..... | 8 |
| （二）消费税率的提高势必对经济增长形成一定拖累，而缓冲措施并不充分 | 9 |
| （三）货币宽松政策面临两难抉择..... | 9 |

图目录

| | |
|---|---|
| 图 1 日本和美国实际GDP年同比增长率（2000-2013）..... | 1 |
| 图 2 日本和美国实际GDP环比折年率（2010-2013）..... | 2 |
| 图 3 日本投资、消费和出口同比增速（2000-2013）..... | 2 |
| 图 4 日本月度失业率和失业人数（2011-2013）..... | 3 |
| 图 5 日本月度CPI和CPI同比增速（2010-2013）..... | 4 |
| 图 6 日本月度出口额同比和美元对日元中间汇率（2011.1-2014.1）..... | 5 |
| 图 7 日本政府债务总额占GDP比重与财政赤字占GDP比重走势（1980 年-2018 年）..... | 6 |
| 图 8 日本消费者信心指数与Sentix投资信心指数走势（2010.1-2014.2）..... | 7 |

表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 表 1 日本近期财政刺激方案一览（2013-2014）..... | 5 |
|----------------------------------|---|



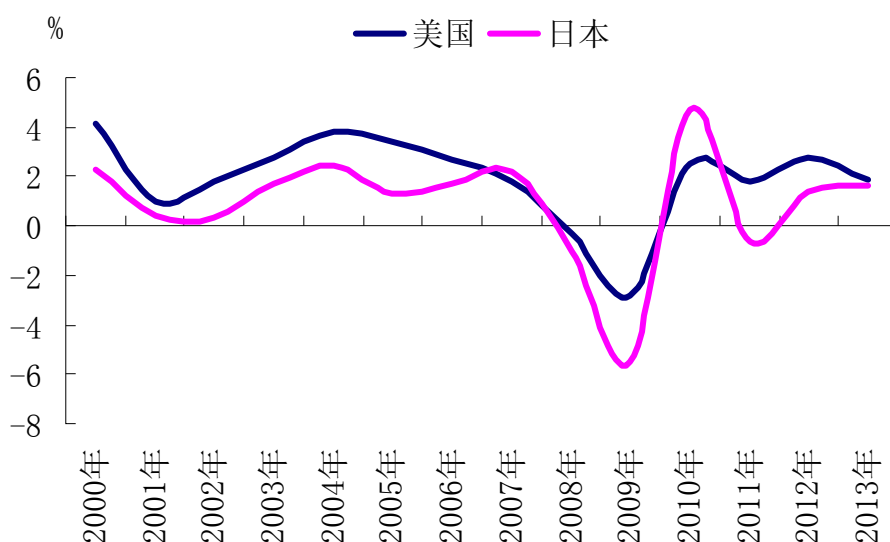
2013 年，在全球经济舞台上风光无限的“安倍经济学”获得了许多溢美之词，同时也招致了不少质疑之声。特别是近期发布的日本 2013 年度第四季度经济数据远逊于预期，使安倍经济学再度遭疑。安倍经济学对于长期低迷，持续通缩的日本经济到底是天使还是魔鬼？本报告将从经济基本面、货币政策效果、财政政策效果和社会心理四大层面对安倍经济学实施一年以来的效果进行分析，并尝试对安倍经济学的前景作出展望。

一、2013 年安倍经济学总体成效明显，但进一步加剧了日本财政失衡问题

（一）从经济基本面看，日本经济在安倍经济学的提振下有所改善，但明显后继乏力

首先，总体来看，日本经济呈现温和复苏的态势。2013 年日本实际 GDP 同比增速为 1.6%，继 2012 年增长 1.4% 后连续第二年实现经济扩张。纵向比较，虽然 2013 年的增速是 2008 年全球金融危机爆发以来的第二高点，但是 2010 年的增速高达 4.7%。横向比较，2013 年的增速略低于美国 2013 年 1.9% 的 GDP 增速。

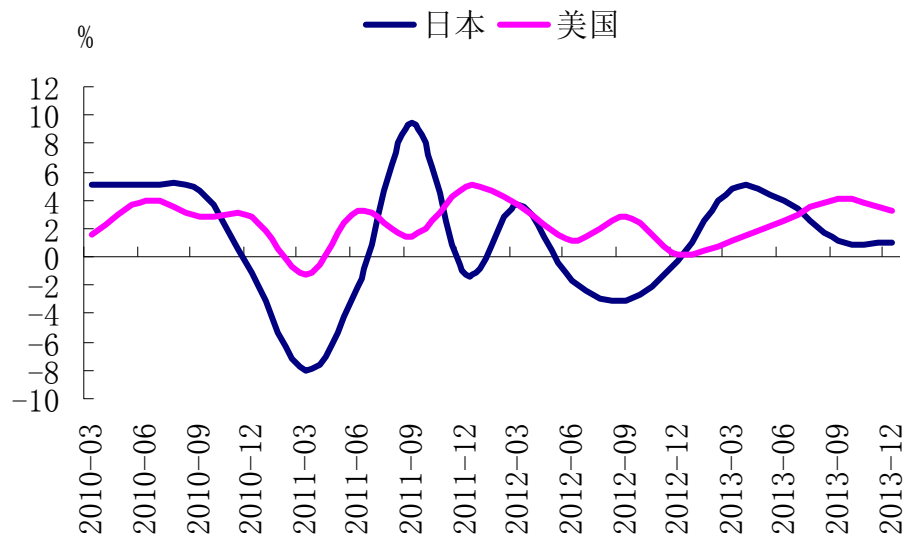
图 1 日本和美国实际 GDP 年同比增长率（2000-2013）



数据来源：Wind 资讯金融终端，下同

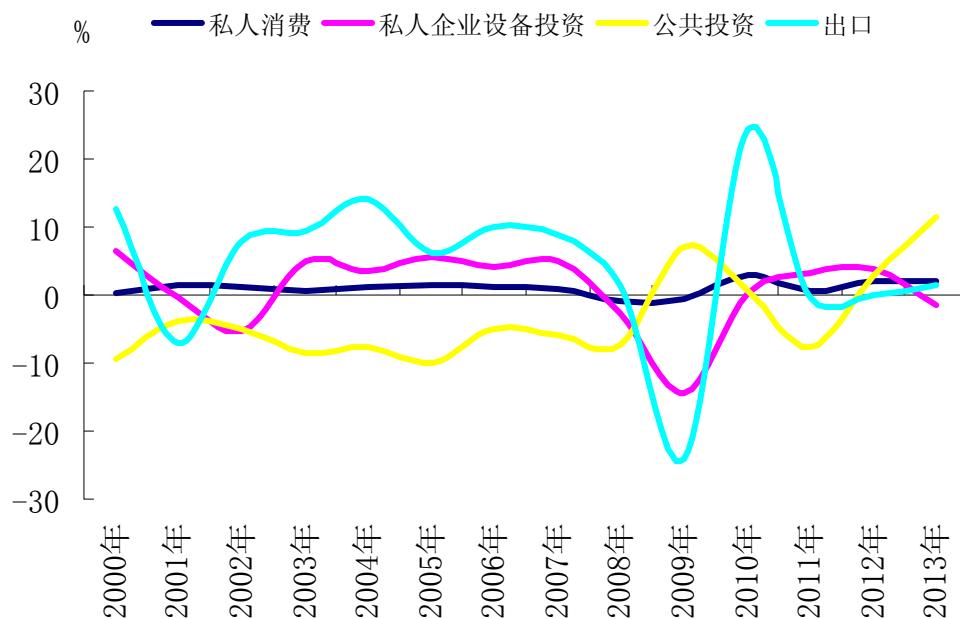
其次，分季度来看，日本季度增长率“高开低走”，增速逐季下降。日本 2013 年 1-4 季度 GDP 环比折年率分别为 4.8%、3.9%、1.1%和 1.0%。继第三季度经济增长大幅减速之后，第四季度经济数据再度出人意料地放缓，也透露出日本经济明显后继乏力的疲态。这也与美国经济稳健复苏态势构成了鲜明对比：日本 2013 年前两季度的增速尚优于美国同期 1.1%和 2.5%的增速。但第三、四季度均远远低于美国同期 4.1%和 3.2%的增速。

图 2 日本和美国实际 GDP 环比折年率（2010-2013）



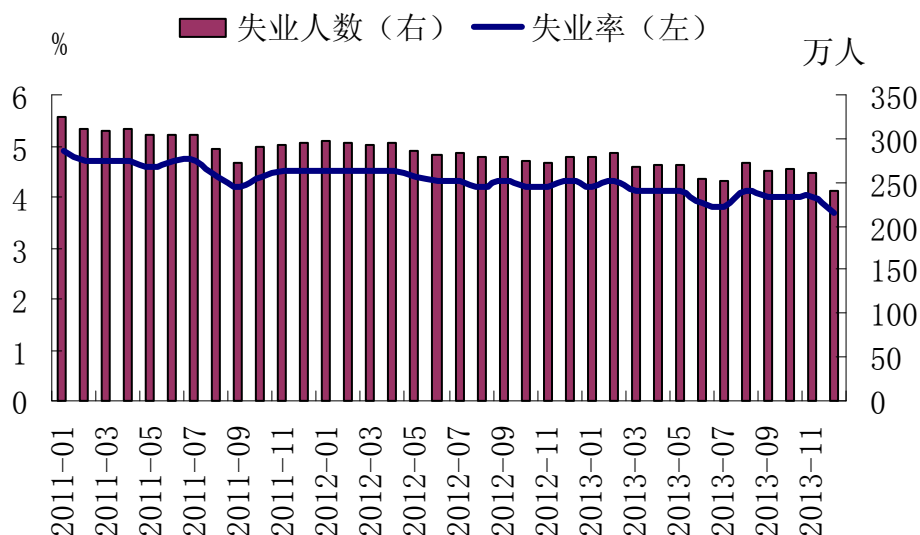
三是分项来看，公共投资大幅增长，消费和出口实现稳定增长。投资方面，2013 年日本私人企业设备投资十分低迷，出现了 1.4%的负增长。但在安倍经济学的推动下，公共投资大幅增加 11.4%，创下了 1993 年以来的最大增幅。出口方面，日元对全球主要货币全线贬值有利于日本出口企业经营业绩的改善，全年出口增速为 1.6%。消费方面，日本私人消费增长 2%，其中家庭消费增长 1.9%，均是近三年来的最快增速。

图 3 日本投资、消费和出口同比增速（2000-2013）



四是从就业来看，日本失业率和失业人数均有所下降。随着日本经济的逐渐复苏，日本就业市场逐渐好转，失业率由年初的 4.2% 降至年末的 3.7%，同期失业人数也减少 38 万人。

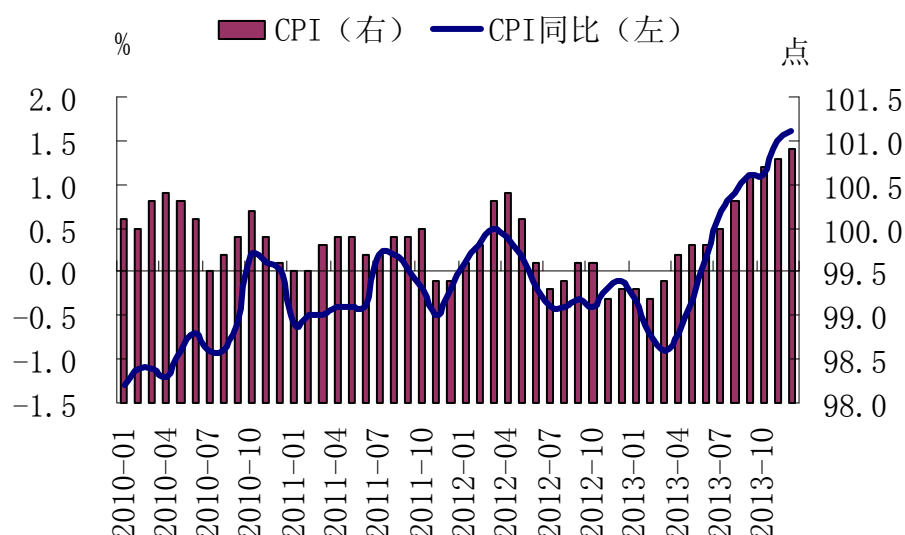
图 4 日本月度失业率和失业人数（2011-2013）



（二）从货币政策效果看，安倍经济学初步缓解了日本的通缩状况，日元大幅贬值也促进了出口增长

2013 年，日本央行在黑田东彦担任行长一职后，积极承担起“安倍经济学”第一支箭的重任，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”政策，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”、加大与股市和房地产市场有关的金融工具的购买量等举措，使日本的通缩状况明显缓解。2013 年 6 月至 12 月，日本 CPI 连续上涨 7 个月，其中 12 月 1.6% 的涨幅是 2008 年 10 月以来的新高。2013 年日本的通货膨胀率达到 0.4%，为 2009 年以来的首次上涨。

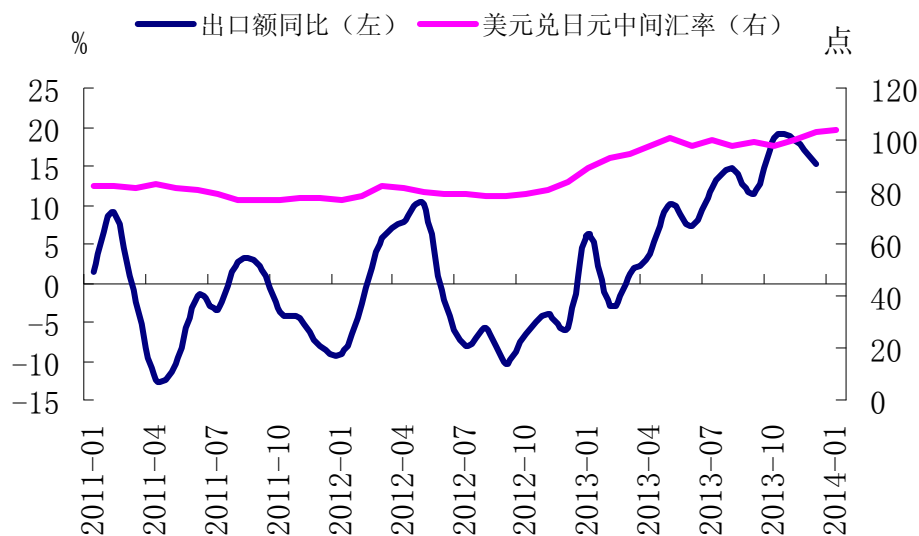
图 5 日本月度 CPI 和 CPI 同比增速（2010-2013）



安倍经济学运用货币宽松政策来压低日元汇率的目的也顺利完成。2013 年，日元对美元、欧元和英镑汇率分别贬值 21.39%、20.93%和 19.19%。日元贬值对日本出口起到了明显的提振作用，至 2013 年 12 月实现连续 10 个月同比增长，其中下半年连续 6 个月两位数增长。



图 6 日本月度出口额同比和美元对日元中间汇率（2011. 1-2014. 1）



（三）从财政政策效果看，安倍经济学对日本财政失衡状况的改善弊多利少

安倍经济学将“灵活的财政政策”作为第二支箭，更多的是体现在刺激经济的方面。安倍内阁陆续推出了“紧急经济对策”、“2013 财年预算案”、“2013 财年补充预算案”和“2014 财年预算案”等大规模的财政刺激方案。2013 财年和 2014 财年的预算案先后刷新了日本有史以来的预算总金额的最高纪录，“2013 财年补充预算案”也成为日本有史以来规模第二大的补充预算案。

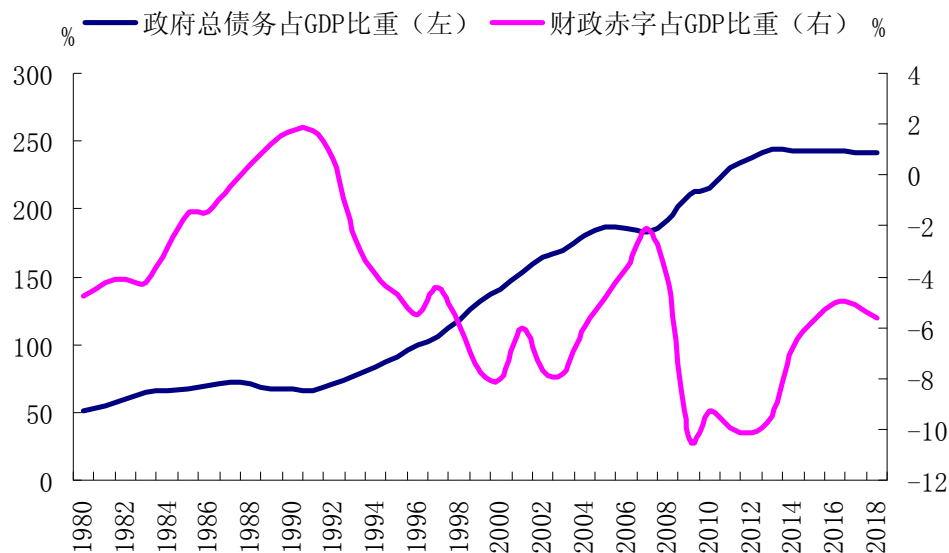
表 1 日本近期财政刺激方案一览（2013-2014）

| 财政刺激方案 | 时间 | 总金额 | 主要内容 |
|--------------|--------------|-----------|---|
| 紧急经济对策 | 2013. 1. 11 | 20.2 万亿日元 | 日本中央政府的支出共计 10.3 万亿日元，重点有三项，即“复兴防灾对策”、“创造增长条件下的财富”和“生活安心（安全）与地区繁荣”。此外，还有 10 万亿日元左右的地方政府配套资金和民间企业投资。 |
| 2013 财年预算案 | 2013. 5. 15 | 92.6 万亿日元 | 以刺激经济增长为目标的预算计划，确保经济复苏不偏离轨道，是日本有史以来规模最大的预算案。 |
| 2013 财年补充预算案 | 2013. 12. 22 | 5.47 万亿日元 | 为弥补消费税率提高后的需求减少，补充预算案将用于公共项目等 |

| | | | |
|------------|-------------|------------|--|
| | | | 经济刺激措施，以及向低收入群体发放现金补贴等。 |
| 2014 财年预算案 | 2014. 1. 24 | 95.88 万亿日元 | 养老金、医疗等社保相关费用随着社会老龄化呈现自然增长，公共项目费和国防费也连续两年增长。 |

安倍经济学大规模的财政刺激方案加重了日本的财政失衡问题。截至 2013 年末，日本包括国债、短期证券等在内的政府债务达到 1017.9 万亿日元，人均负债额约为 800 万日元¹。根据国际货币基金组织（IMF）的数据，日本债务总额占 GDP 比重在 1990 年仅为 67%，此后迅速攀升，2012 年已高达令人瞠目的 237%。IMF 还预测，2013 年至 2015 年日本政府债务总额占 GDP 的比重将分别达到 245%、246%、248%，远远高于国际公认的 60% 的健康标准。此外，日本财政赤字占 GDP 的比重也偏高，2009 年至 2013 年分别为 -10.4%、-9.3%、-9.9%、-10.1% 和 -9.5%，远远高于国际公认的 3% 的财政健康标准。

图 7 日本政府债务总额占 GDP 比重与财政赤字占 GDP 比重走势（1980 年-2018 年）



注释：2012 年之后为预测值

¹ 根据日本总务省估算，2014 年 1 月 1 日日本全国总人口为 1.27 亿。

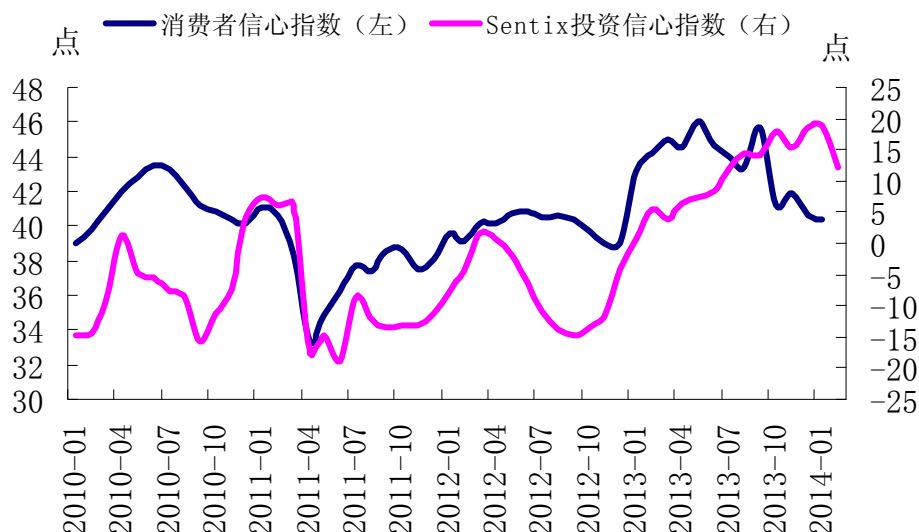


安倍内阁面对如此严重的财政失衡问题，也不是完全束手无策。安倍晋三冒着经济增长受到冲击的巨大风险，毅然决定于今年 4 月正式将消费税率由当前的 5% 上调至 8%。根据日本内阁府测算，消费税税率提高 3%，每年将会给日本带来大约 8.1 万亿日元的税收收入。但这对日本庞大的财政赤字和债务规模可以说是杯水车薪。

（四）从心理层面看，安倍经济学给日本民众和企业界带来的乐观情绪有逐渐淡化的趋势

安倍经济学实施以来，给日本民众带来了日本有可能会走出低迷、重振雄风的乐观预期。一个明显的表现就是日本股市的大幅上涨，日经 225 指数在 2013 年暴涨了 56.72%。但日本民众的乐观情绪随着时间的推移已经有所减弱。从消费者信心看，2014 年 1 月消费者信心指数为 40.4 点，较 2013 年 1 月的 43.1 点下降了 2.7 点，较 2013 年的最高点——46 点更是下降了 5.6 点，而该指数低于 50，即代表消费者对前景持悲观看法，可见安倍经济学对恢复日本消费者的信心还需付出更大的努力。从企业投资的角度看，2014 年 2 月的 Sentix 投资信心指数为 12.2 点，较一年来的最高点 18.9 点已经明显回落。日本股市 2014 年的表现也已显著走弱。截至 2 月 17 日，日经 225 指数较年初下跌 11.65%，远逊于同期美、欧等国股指走势。

图 8 日本消费者信心指数与 Sentix 投资信心指数走势（2010.1-2014.2）



总体来看,安倍经济学实施一年来取得了一定的效果,一是安倍经济学的“货币宽松”之箭改善了日本的通缩状况,部分恢复民众对物价上涨的预期。此外,通过日元贬值还促进了日本出口对 GDP 的贡献度。二是安倍经济学的“财政刺激”之箭对日本经济复苏起到了一定的拉动作用。三是安倍经济学给民众和企业带来一些乐观情绪。但是连续出台大规模的财政刺激方案令日本严重的财政失衡问题雪上加霜,给 2014 年的日本经济以及安倍经济学的命运蒙上了阴影。

二、安倍经济学未来效果不容乐观

安倍经济学在 2013 年已经显示出虎头蛇尾的趋势,未来安倍经济学是否能持续发挥效力,我们认为不容乐观:

(一) 结构性改革缺位是最重要因素

首先,安倍经济学三支箭中最重要的一支——旨在推行结构性改革的“经济增长战略”出台以来,一直处于只闻其声不见其影的状态,难以对经济复苏形成有力的支撑作用。一是安倍经济学的经济增长战略空洞无物。目前仅仅提出将医疗健康、环境能源、下一代基础设施、地区资源列为四大重点增长领域的框架性建议,缺乏具体对策和路线图。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,考虑到日本政局容易动荡,政府更替频繁的传统,安倍能否确保



执政地位以实现这些中长期目标令人担忧。三是经济增长战略遇难而退。经济增长战略对企业终身雇佣制、年功序列制等阻碍了人才流动的政策没有触及。四是日本加入 TPP（跨太平洋伙伴关系协定）悬而未决，也使为了满足 TPP 的贸易规则而进行的各项改革措施一拖再拖。

（二）消费税率的提高势必对经济增长形成一定拖累，而缓冲措施并不充分

由于私人消费对日本经济起着举足轻重的作用，2012 年日本私人消费占 GDP 比重为 59.5%，因此提高消费税率必将影响当前日本经济复苏的节奏，并且内需的不足将对日本央行力图实现 2% 的通胀目标形成阻力。从历史上看，1997 年日本政府将消费税率从 3% 提高至 5%，当年日本消费税税收额为 9.3 万亿日元，1998 年为 10.1 万亿日元，消费税收入虽然增长了 8.6%，但同期日本实际私人消费同比却下降了 0.8%。此外，对于如何抵消上调消费税率对经济的冲击，安倍政府举措不多，目前仅仅提出一项总额为 5.47 万亿日元的“2013 财年补充预算案”作为应对。对于呼声渐高的下调企业税率，安倍政府对是否下调以及下调幅度尚没有定论，增添了市场对消费税率正式上调后对日本经济形成冲击的担忧。

（三）货币宽松政策面临两难抉择

日本央行也面临实现通胀目标后逐步退出货币宽松政策，还是继续加码量化宽松力度来确保经济增长目标的两难困境。黑田东彦在担任日本央行行长之初就设立了用两年左右时间实现 2% 的通胀率目标。目前来看，日本央行已经用一年的时间接近了这一目标，如果未来实现这一目标后，日本央行是否应重新重视保持物价稳定的职责，维持 2% 的通胀率不至于通胀形势恶化；还是继续以配合安倍经济学为己任，维持甚至加大量化宽松规模来刺激经济增长，这是日本央行必须慎重考虑的议题。我们认为，黑田东彦刚上任时面临日本长期通缩的状况，可以毫无顾忌的使用超宽松货币政策来实现通胀目标，同时也是支持安倍政府实现其经济增长目标。但是如果日本 CPI 稳定在 2% 之上，黑田东彦是否还会不顾日本将有可能出现的通胀风险，仍维持超宽松货币政策以支持安倍经济学的经济增长目标令人怀疑。

总而言之，安倍经济学在发射“货币宽松”与“财政刺激”两支箭后，未能

迅速大张旗鼓的推进“经济增长战略”，致使安倍经济学效力逐渐渐弱，目前日本经济增长已成强弩之末的趋势。安倍经济学的“财政刺激”手段因推高日本庞大的政府财政赤字和政府债务而后患无穷，当前也没有采取足够的措施来缓冲上调“消费税率”后对日本经济的冲击。“货币宽松”虽然目前最为有效但也面临达到通胀目标后是否退出的艰难抉择，安倍经济学的未来命运令人担忧。