

安倍经济学：幸福蜜月下暗藏巨大隐忧

所谓安倍经济学 (*Abenomics*)，是日本现任首相安倍晋三吸取第一次担任首相时较为失败的教训，从去年 11 月第二次竞选日本首相开始，着力推动的各项经济政策的总称，是将安倍晋三的姓氏 (*Abe Shinzo*) 和经济学 (*Economics*) 相结合的产物。旨在帮助日本经济摆脱增长停滞和通货紧缩的长期困扰，并解决日益严重的公共债务问题。安倍经济学主要由三个部分组成：大胆而宽松的货币政策；积极而灵活的财政政策；以及旨在刺激私人部门投资的经济增长战略。从目前情况来看，安倍经济学不仅在金融市场效果显著，而且也逐渐开始对实体经济产生影响。

安倍经济学在金融市场效果明显

日本长期以来存在日元汇率和股票价格反向运动的现象。2007 年以来，伴随着日元的持续升值，日本股票价格也不断下跌。在民主党政权期间，日本曾经进行过数次出售日元买入美元的外汇干预尝试，但是收效甚微。当安倍于 2012 年 11 月竞选期间抛出安倍经济学的经济政策主张之后，日本终于出现了日元贬值和股市上涨的新局面。新任日银总裁黑田东彦在 4 月 4 日抛出的质和量的宽松货币政策更是对此起到了推波助澜的效果。日经指数从年初的约 10600 不断上升，至 5 月 22 日曾一度接近 16000 的高位。日元汇率也从 80 日元/美元的水平一路走低至 100 日元/美元附近。

安倍经济学对实体经济的影响也开始显现

不仅如此，日本经济在今年第 1 季度也终于交出了比较令人满意的答卷。经过季节调整后的实际 GDP 环比增长率，经过年度换算后高达 3.5%。其中，出口增长 16.1%，对经济增长的贡献率接近一半，是当前日本经济最主要的推动力量。很显然，出口的大幅增长说明安倍经济学通过汇率渠道影响日本经济的作用正在显现。其次，个人消费增速达 3.7%，超过市场预期。部分学者认为消费的增长和近期日本股市大幅上涨的财富效应密切相关。不仅如此，安倍的财政刺激政策还使得公共投资也保持了 3.4% 的增长。

但是遗憾的是，日本的企业投资依旧低迷，CPI 增长率也仍然在 0% 左右徘徊。这提醒我们，市场对安倍经济学效果的持续性仍然存疑。前几天日本股市的大幅下滑似乎印证了这种隐忧。更为重要的是，相对汇市、股市和实体经济的良好表现，日本长期国债利率波动给日本经济带来了巨大隐忧。

长期国债利率走高给安倍经济学带来巨大隐忧

在 4 月 4 日黑田宣布新一轮超大规模量化宽松的政策之后，日本 30 年长期国债利率曾一度下探至 1.279%，刷新了历史新低。但是随后，日本长期国债的收益率出现了巨大波动。至 4 月 15 日，收益率大幅回升至 1.640% 的水平。进入 5 月份以来，30 年长期国债利率再次一路走高，在 5 月 22 日攀升至 1.868% 的高位。

尽管日本政府和央行都公开声称，国债利率的反转反映了通胀预期的上升和宏观经济情况的好转。但是这一论调似乎并没有得到学界和业界的认可。相反，市场担忧日本央行国债购买计划实施方式的不确定性，以及高达 71% 的新发国债购买率所导致的挤出效应和市场流动性的降低，才是引起日本国债利率波动的主要原因。虽然目前还无法确定，这到底是日本货币政策调整带来的短期过度现象，还是日本央行大量购买国债带来的长期结构性问题。但是可以肯定的是，一旦现在暴露的问题出现长期化现象，安倍经济学通过压低长期利率刺激经济的目的很可能将会落空。

这是因为，国债利率的上升将增加日本政府的融资成本，不仅会进一步压缩实施积极灵活财政政策的空间，还会使得业已沉重的日本主权债务问题雪上加霜，甚至有演变为债务危机的可能。而且，由于日本的银行和保险公司等金融机构持有大量的日本国债，利率上升带来的国债价格下降将会给其造成巨额资产估值损失。如果无法通过信贷活动的收益扩大加以弥补，日本金融体系将承受重压。同时，作为长期基准利

率，国债利率的上升还将促使金融机构调高个人按揭贷款和企业长期信贷利率，给国内消费和投资带来负面影响。

经济增长战略是安倍经济学能否成功的关键

对于安倍来讲，一方面他需要祈祷安倍经济学的财政和货币政策，能够使日本经济在今后保持复苏动能。毕竟，只有经济的持续好转才能够给日本政府和央行背书，打消市场对国债利率上升的担忧，并最终解决公共债务问题。但是另一方面，由于进一步挖掘财政和货币政策的空间有限，而且不少国家央行纷纷采取行动应对日元贬值的溢出效应，安倍经济学急需挥舞其第三只箭，来给日本经济注入持续增长动力。但是遗憾的是，日本经济增长战略的具体内容迄今为止仍未明朗。所以，今后应当密切关注安倍政府计划于6月最终制定出的经济增长战略。这一经济增长战略很可能将是决定安倍经济学成败的决定性因素。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。