

“日本启示录”系列（五）

回望“安倍经济学”

相关研究报告

【平安证券】“日本启示录”系列（一）：日本房地产泡沫如何走向破裂——政策篇

【平安证券】“日本启示录”系列（二）：日本房地产泡沫如何走向破裂——金融篇

【平安证券】“日本启示录”系列（三）：日本房地产泡沫如何走向破裂——产业篇

【平安证券】“日本启示录”系列（四）：日本产业空心化现象再审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN2570@pingan.com.cn



平安观点：

- **何为“安倍经济学”？** 2012年底安倍晋三再次出任首相后，启动了一揽子经济刺激政策，旨在摆脱通货紧缩，实现2%的通胀目标，并提振日本经济，日本媒体和学者将其称为“安倍经济学”（Abenomics）。具体包括：**第一支箭——宽松的货币政策**。主要包括“量化质化宽松政策”、负利率政策、YCC政策等。**第二支箭——灵活的财政政策**。在保持政府支出稳定的前提下，对收入和支出两端做结构性调整。**第三支箭——结构性改革**。包括支持中小企业、科技创新、地方发展、基础设施等十四个方面。
- **如何评价“安倍经济学”？** 安倍经济学实施后确实取得了一定的积极效果，2013年开始日本经济持续温和回升，资产价格也逐步回暖。不过，安倍经济学并未达到预期效果：一方面，安倍上台后至2020年新冠疫情爆发前，日本经济虽未出现明显衰退，但整体经济增速仍低于全球金融危机前；另一方面，尽管安倍经济学初步扭转了日本长期通缩的趋势，但其所设定的2%的通胀目标并未实现。**总的来看，虽然“安倍经济学”或许取得了一些成绩，但距离“成功”仍相差甚远。**
- **“安倍经济学”为何失效？** 1) **对外部门**：日本极度宽松的货币政策却并未推动日元持续贬值，而全球经济的低迷叠加日元的“韧性”，令日本出口并未得到提振。2) **企业部门**：日本国内自然资源匮乏、老龄化等现象难以改变、企业向外扩张加快、贷款利率下降空间有限等因素，均限制了政策生效。3) **居民部门**：一方面，日本民众在资产泡沫破灭后形成的谨慎消费习惯难被政策改变。另一方面，政策实施过程中消费税改革不合理、工资增长缓慢、资产价格上涨并未带来财富效应等，也在抑制居民消费意愿。4) **金融机构**：日本央行持续宽松的货币政策使得商业银行的息差收窄，影响了银行的盈利能力。商业银行等金融机构“增收不增利”，同样抑制了其放贷意愿。
- 当前中国的经济发展阶段与近年来的日本存在较大差异，政策、制度、文化等方面也不尽相同。但**通过对安倍政府执政以来日本经济形势的回顾，以及“安倍经济学”失效的分析，仍能为中国提供宝贵的经验：一是**，汇率与出口并非单向的因果关系，“政策宽松——货币贬值——出口增加”的传导路径存在较大不确定性；**二是**，财政货币政策协同愈发重要。在一国潜在增长率下行时期，积极推行结构效应更强的财政政策、以及更能释放微观主体活力和提升资源配置效率的改革政策，不仅有助于改善一国的长期增长前景，也能进一步提高货币政策的效应。**三是**，非常规货币政策并非“万能药”，相对于常规货币政策其效果要大打折扣。**四是**，结构性问题需要更具针对性的结构性改革。未来中国需在人口老龄化、产业升级、贫富差距等中长期结构性问题，出台更多更具针对性的结构性改革。

正文目录

一、 何为“安倍经济学”	4
1) 第一支箭——宽松的货币政策	4
2) 第二支箭——灵活的财政政策	6
3) 第三支箭——促进增长的结构改革	7
二、 如何评价“安倍经济学”?	7
三、 “安倍经济学”为何失效?	8
1) 对外部门	9
2) 企业部门	9
3) 居民部门	11
4) 金融机构	14
四、 结论与启示	15

图表目录

图表 1	1999 年日本首次实施零利率	5
图表 2	2001 年开始日本央行活期存款余额大增	5
图表 3	2013 年开始日本央行推出量化质化宽松政策 (QQE)	6
图表 4	安倍在任期间日本政府支出基本保持稳定	6
图表 5	2013 年开始日本经济温和回升	7
图表 6	2013 年开始日本资产价格触底反弹	7
图表 7	安倍政府上台后, 日本实际经济增速仍低于全球金融危机前	8
图表 8	安倍政府执政期间并未实现 2% 的通胀目标	8
图表 9	日本宽松货币政策并未推动日元持续贬值	9
图表 10	2014 年开始日本出口一度转弱	9
图表 11	全球金融危机后日本企业盈利不断改善	10
图表 12	近年来日本企业设备投资意愿较低	10
图表 13	安倍内阁上台后日本老龄化现象更加严峻	10
图表 14	全球金融危机后日本企业大举对外投资	10
图表 15	日本企业积累了较多的闲置资金	11
图表 16	2013 年后日本贷款利率下降空间有限	11
图表 17	日本居民部门贷款增速并未持续回升	12
图表 18	长期来看日本消费者信心指数持续走低	12
图表 19	安倍政府执政期间大幅上调消费税	12
图表 20	日本居民奢侈品消费意愿低迷	12
图表 21	2010 年开始日本失业率不断下降	13
图表 22	日本工资增速并未显著增加	13
图表 23	2000 年开始日本房屋需求下降	13
图表 24	安倍政府上台后日本股市持续上涨	13
图表 25	个人投资者在日本股市中的占比不断下降	14
图表 26	2012 年至新冠疫情前, 日本商业银行收入“原地踏步”	15
图表 27	2013 年开始日本商业银行资产回报率持续下滑	15
图表 28	日本商业银行存贷款利差明显回落	15

2012年12月安倍晋三再次出任日本首相后，推出以刺激经济增长和摆脱通缩为重点目标的“安倍经济学（Abenomics）”，此后“安倍经济学”不断扩展，至2020年8月安倍宣布辞任，历时近八年。在此期间日本出现持续71个月的战后第二长经济复苏期，其经济政策对日本股价、汇率、就业、对外经贸关系等也产生一定积极效果，但同时也遗留下诸多问题。2021年10月，现任日本首相岸田文雄上任后立即高调推出“岸田经济学”，但从主要内容来看“岸田经济学”实际上却基本沿用了“安倍经济学”框架，可谓换汤不换药。2022年7月8日，日本前首相安倍晋三遇刺身亡，“后安倍时代”日本政府经济政策何去何从，成为岸田政府亟待解决的问题。

如何评价“安倍经济学”？安倍经济学在实施过程中又遇到了何种问题？本文结合安倍政府上台后日本的经济形势，以及企业、居民等部门的困境，对上述问题进行回答。

一、何为“安倍经济学”

2012年底安倍晋三再次出任首相后，启动了一揽子经济刺激政策，旨在摆脱通货紧缩，实现2%的通胀目标，并提振日本经济，日本媒体和学者将其称为“安倍经济学”（Abenomics）。安倍经济学试图通过宽松的货币政策、灵活的财政政策以及促进增长的结构改革所谓“三支箭”的政策组合，让日本经济摆脱长期以来的通货紧缩，重新回归增长之路。

1) 第一支箭——宽松的货币政策

泡沫经济破灭后，日本央行开始尝试非常规货币政策。20世纪90年代房地产泡沫破裂后，日本经济陷入长期低迷之中。尽管日本政府为了挽救陷入困境的经济进行了多次改革，但收效甚微。尤其是1998年亚洲金融危机爆发后，日本经济更是一蹶不振。1997年四季度至1999年二季度，日本经济连续七个季度同比负增长，1998年一季度同比萎缩幅度甚至达到1.7%，短观经济指数更是创下-48%的历史新低。在此背景下，日本央行于1999年2月正式引入零利率政策，明确将同业拆借利率实质上降为零。同时，日本央行超前采用了“前瞻性指引”（当时称之为“时间轴政策”），承诺在消除通货紧缩前持续保持零利率。

不过，日本央行首次实行零利率并未持续太久。2000年上半年，日本经济进入复苏阶段，尽管通货紧缩现象仍然存在，但日本央行仍违背了“前瞻性指引”，开始讨论退出零利率政策。最终在2000年8月的货币政策决策会议上，日本央行解除了零利率，将政策利率从0上调至0.25%。

2000年末，互联网泡沫破灭使得日本经济形势再度恶化，日本央行开始实施量化宽松政策。日本央行货币政策基调从2001年2月开始转向宽松，政策利率由0.25%下调至0.15%后，在同年3月19日的货币政策决策会议上决定采取“量化宽松政策”。具体来看，日本政府此时实施的量化宽松政策主要由三个部分组成：第一，将货币政策操作目标由“价”（同业拆借利率）变为“量”（日本央行活期存款账户余额）。2001年量化宽松政策实施之前，在日本央行存管的金融机构准备金的上限为4万亿日元。量化宽松货币政策推行后，该账户余额目标持续提高。截止到2006年日本退出量化宽松货币政策时，这一数字已经达到30万亿日元。第二，再度实施前瞻性指引，“承诺”量化宽松政策持续实施，直至CPI同比稳定在0%以上。第三，在不超过流通中现金发行量的前提下，中央银行直接从金融机构手中购入中长期债券。

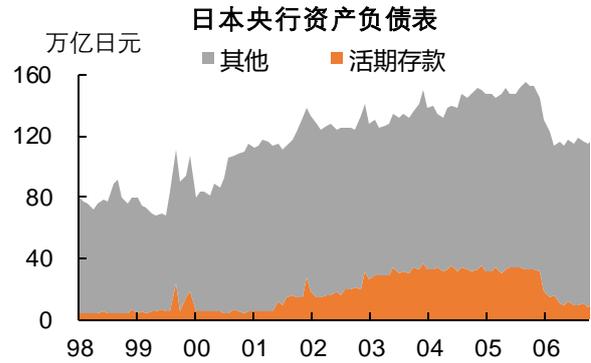
2008年全球金融危机后，日本经济再次遭受沉重打击，经济增速和通胀水平大幅回落，迫使日本央行降低政策利率并重启QE操作。2010年，日本央行设立了总额为5万亿日元的资产购买计划，购买含国债、商业票据、公司债、ETF指数基金、房地产投资信托基金在内的资产；同年，启动总计30万亿日元的资金支持操作（FSO），以0.1%的低利率向市场提供短期流动性；2012年，设立贷款支持计划（LSP），其中包括5.5万亿日元的促增长融资便利（GSFF）和无限额的刺激银行借贷便利（SBLF），向金融机构提供低利率扶持贷款。

图表1 1999年日本首次实施零利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2001年开始日本央行活期存款余额大增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

安倍内阁上台后，提出了安倍经济学的**第一支箭——宽松的货币政策**。在确立了金融宽松政策方向后，安倍晋三特别选定有财务省背景的亚洲开发银行行长黑田东彦担任日本央行行长。2013年4月，新任日本银行行长黑田大张旗鼓地宣称要在日本实施一场大胆的金融革命，即所谓的“**量化质化宽松政策（QQE）**”。所谓“量化”，就是将此前的金融市场调控中介目标从无担保隔夜拆借利率调整为**基础货币**，同时设置货币扩张的方式与目标——把日本的基础货币规模从2012年底的138万亿日元提升至2013年底的200万亿日元，并在2014年底达到270万亿日元；所谓“质化”，就是延长央行资产购买期限、丰富项目种类——黑田宣布每年央行将购买50万亿日元额度包括40年期国债在内的长期国债，并把持有期限从平均不足三年延长为七年。同时，每年还购入1万亿日元的ETF和300亿日元规模的日本房地产上市投资信托（J-REIT）。

日本央行为这一金融改革设计了三大政策传导途径：（1）通过购买长期国债和ETF、J-REIT等金融产品，降低长期利率并使风险资产出现溢价效果，从而降低企业和家庭部门的融资成本，进而推动企业投资和家庭消费；（2）通过由央行购买市场上的国债，让原有国债投资者尤其是金融机构转向股票、外国债券、贷款等能获得更高收益的资产投资，形成资产组合再平衡效应，从而为新兴产业或增长型企业提供低成本的资金或风险投资；（3）通过央行大规模购入资产，彻底改变市场机构与经济主体的心理，进而刺激企业扩大投资、家庭部门更倾向于购入耐用品和进行住房投资。

2016年，日本央行再度进行货币政策创新。2016年1月，日本央行在QQE基础上进一步推出负利率政策，对于金融机构新增超额准备金实施-0.1%的利率，成为继丹麦、瑞典、瑞士和欧元区之后又一执行负利率的经济体。2016年9月，日本央行决定引入“配合收益率曲线管理的QQE政策”，即在QQE和负利率基础上引入国债收益率曲线调控。日本央行承诺持续购买10年期国债，直至收益率保持在零附近，并推出由日本央行给定收益率水平的直接国债购买操作工具。同时，为加强通胀目标的可信度，日本央行承诺将持续扩大基础货币供应量，直至实现2%的通胀目标。

图表3 2013年开始日本央行推出量化质化宽松政策(QQE)



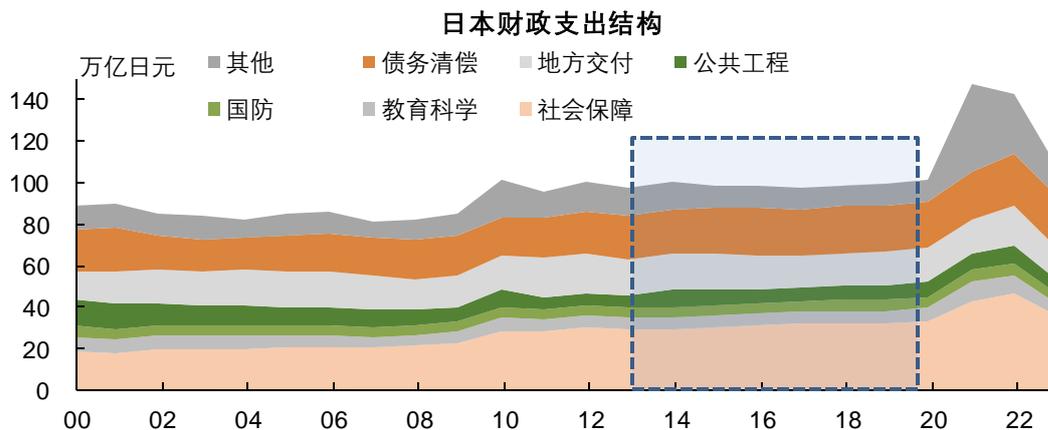
资料来源：Wind,平安证券研究所

2) 第二支箭——灵活的财政政策

安倍经济学“灵活的财政政策”在政府收入和支出两端均做出了一定的调整，但从总量来看，安倍在任期间日本政府支出并未出现明显的扩张或收缩。从这个角度上看，安倍经济学中的财政政策实际上可以视为“中性”的。

从支出端来看，安倍政府在保持财政支出基本稳定的前提下，小幅调整了支出结构。2012年至2019年，日本政府财政支出总体保持稳定，仅由97.1万亿日元升至101.4万亿日元。但与此同时，财政支出结构却发生了一定的变化，这主要体现在：受到少子高龄化现象日趋严重的影响，社会保障支出明显增加。2011年东日本大地震后，灾区基础设施重建导致公共工程支出提升。此外，随着债务总额攀升，用于债务清偿的支出亦不断增加，而这也一定程度上限制了日本政府的财政支出能力。

图表4 安倍在任期间日本政府支出基本保持稳定



资料来源：Wind,平安证券研究所

从收入端来看，日本财政收入主要来源于税收与国债发行，但安倍政府的财政收入改革却并不合理。一方面，为减轻政府偿债压力，安倍晋三甚至不惜牺牲央行独立性，以极度宽松的货币政策来配合财政扩张，然后带来的副作用却是日本政府债务率继续攀升。安倍政府上台后，发债收入在日本政府收入中的占比持续保持在 30% 以上，这也导致日本政府杠杆率持续上行：2012 年末至 2019 年末，日本政府杠杆率由 190% 以下升至 200% 以上。另一方面，“拆东墙补西墙”式的调税遭遇民众抵制。安倍晋三的税率调整方向并不统一：为解决投资低迷的问题，安倍晋三选择降低企业所得税；但他似乎选择性忽视了同样低迷的消费，调高了消费税，企图用此来弥补公共支出。日本政府在 2014 年把消费税从 5% 上调至 8%，在 2019 年更是再次把消费税提高至 10%，这一做法让本就疲软的日本消费再度蒙上阴影。

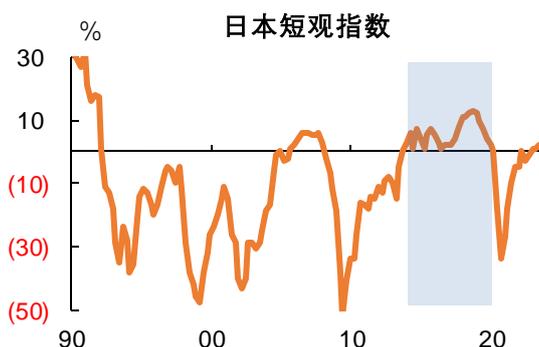
3) 第三支箭——促进增长的结构性改革

安倍经济学的“第三支箭”是指结构性改革。但由于政策重心主要倾向于“QQE+灵活财政”，因此“第三支箭”受到的关注远低于前两支，且“第三支箭”的政策内容和目标也更加模糊。根据日本政府 2013 年至 2016 年发布的相关文件，可以将结构性改革的内容大致总结为以下 14 个方面：支持中小企业的政策、鼓励科技创新的政策、支持财政金融的政策、保障能源安全供应的政策、建设基础设施的政策、支持“海外战略”的政策、支持地方发展的政策、扶持农林水产业的政策、支持育儿的政策、保障妇女、老人和低收入群体权益的政策、扶持年轻人就业与人才培养的政策、支持防灾减灾及灾后重建的政策、建设安全、安心社会的政策和改善劳资关系与收入的政策等。总的来说，相比于前两支箭，安倍经济学的“第三支箭”实际上是“虚”的，其效果也更加难以评价。

二、如何评价“安倍经济学”？

安倍经济学实施后确实取得了一定的积极效果。一方面，2013 年开始日本经济持续温和回升。2013 年 12 月至 2019 年 12 月期间，日本短观（TANKAN）指数均保持在 0 的荣枯线以上，日本经济整体维持景气。另一方面，日本国内资产价格开始触底反弹。2012 年末至 2019 年末，日经 225 指数持续上涨，日本土地价格也在经历了长时间下滑后开始企稳回升。另外，安倍经济学实施后，日本劳动力市场、女性就业率和社会地位、对外经贸关系等方面亦出现明显改善。

图表5 2013 年开始日本经济温和回升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表6 2013 年开始日本资产价格触底反弹



资料来源：Wind, 平安证券研究所

不过安倍经济学并未达到预期效果。经济层面来看：安倍上台后至 2020 年新冠疫情爆发前，日本经济虽未出现明显衰退，但整体经济增速仍低于全球金融危机前。2013 年至 2019 年，日本实际 GDP 年均增速约为 0.9%，而 2000 年至 2006 年期间，尽管日本当时受到银行不良贷款等问题的困扰，但其实际 GDP 年均增速仍达到 1.4%。

图表7 安倍政府上台后，日本实际经济增速仍低于全球金融危机前

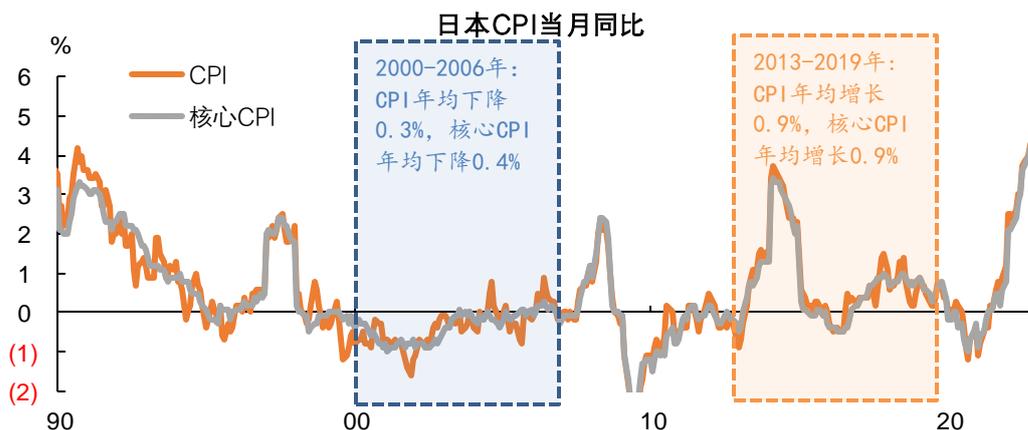


资料来源: Wind, 平安证券研究所

通胀层面来看: 尽管安倍经济学初步扭转了日本长期通缩的趋势, 但其所设定的 2% 的通胀目标并未实现。全球金融危机前, 日本曾经历了长时间的通货紧缩: 2000 年至 2006 年, 尽管日本经济保持景气, 但 CPI 年均下降 0.3%, 核心 CPI 年均降幅更是达到 0.4%。安倍经济学实施后, 日本通货紧缩状况有所改善: 2013 年至 2019 年, 日本 CPI、核心 CPI 年均增速均为 0.9%, 整体上保持正增长, 但与其所设定的 2% 的政策目标相比仍相差甚远。尤其是 2014 年消费税改革后, 曾对日本物价水平造成了一次性冲击, 若不考虑消费税改革的影响, 2013 年至 2019 年日本 CPI 年均增速仅为 0.6%。

总的来看, 虽然“安倍经济学”取得了一些成绩, 但距离“成功”仍相差甚远。

图表8 安倍政府执政期间并未实现 2% 的通胀目标



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、“安倍经济学”为何失效?

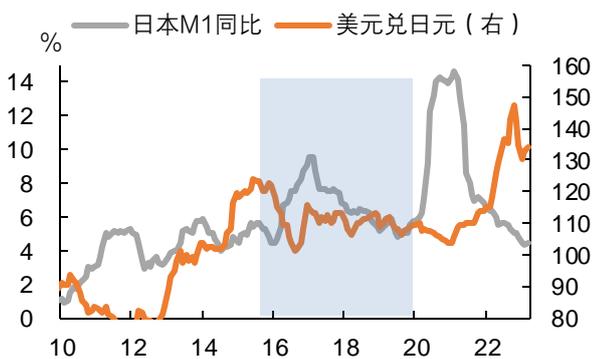
从安倍内阁执政期间日本的经济表现可以看出，轰轰烈烈的“安倍经济学”并未取得预想的效果，而这背后的原因却颇为复杂。接下来，本文尝试从对外、居民、企业以及金融机构四个部门入手，分析“安倍经济学”为何失效。

1) 对外部门

通过宽松的货币政策压低汇率、刺激出口，是非常规货币政策生效的重要渠道之一，但日本极度宽松的货币政策却并未推动日元持续贬值。“安倍经济学”实施初期，日元汇率确实明显贬值，美元兑日元由 2013 年初的 90 以下，最高升至 2015 年中的 120 以上。但这一趋势未能持续，2015 年下半年开始，日元汇率重回升值：一方面，日本央行长期保持低利率与充裕的货币供给，当国际风险事件削弱全球经济前景时，日本“低无可低”的利率水平使日元成为外汇市场的“避风港”，即日元具备了明显的“避险属性”；另一方面，日本发达的外汇交易市场也使日元成为“套息交易”的首选货币，这提升了市场对日元的需求，并对日元汇率形成支撑。

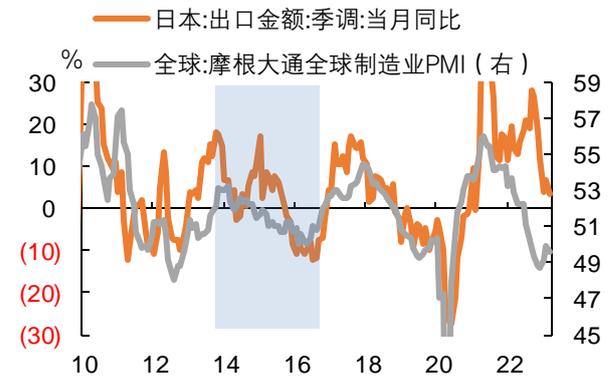
全球经济的低迷叠加日元的“韧性”，令日本出口并未得到提振。2013 年至 2014 年初，在全球经济回暖与日元大幅贬值的共同作用下，日本出口景气度明显回升，季调后的出口金额同比一度达到 18%。但 2014 年中开始，随着全球经济基本面转弱，外需对于日本经济的拉动持续下滑，尤其是 2015 年 10 月开始，日本出口同比甚至出现了连续十四个月的负增长。总的来看，“安倍经济学”所预想的“货币贬值—出口增加—经济增长—摆脱通缩”这一传导路径未达预期。

图表9 日本宽松货币政策并未推动日元持续贬值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2014 年开始日本出口一度转弱

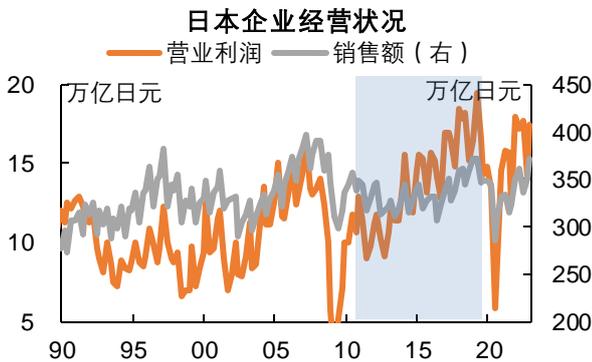


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 企业部门

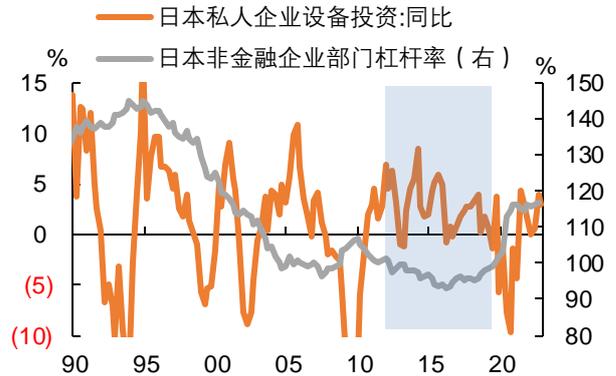
安倍政府上台后，尽管日本企业利润持续增长，但“资产负债表衰退”现象仍在演绎，企业设备投资意愿不强。2013 年开始，随着全球金融危机、东日本大地震等事件冲击逐步消退，日本企业盈利状况不断好转，企业营业利润由 2013 年一季度的 12.0 万亿日元，增长至 2019 年初的 19.5 万亿日元。但如此明显的利润增长却并未带动企业设备投资持续回暖，私人企业设备投资同比增速在 2015 年后便震荡下行，2019 年甚至出现了负增长。与此同时，日本企业“加杠杆”的意愿同样低迷，非金融企业部门杠杆率持续处于低位。

图表11 全球金融危机后日本企业盈利不断改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 近年来日本企业设备投资意愿较低



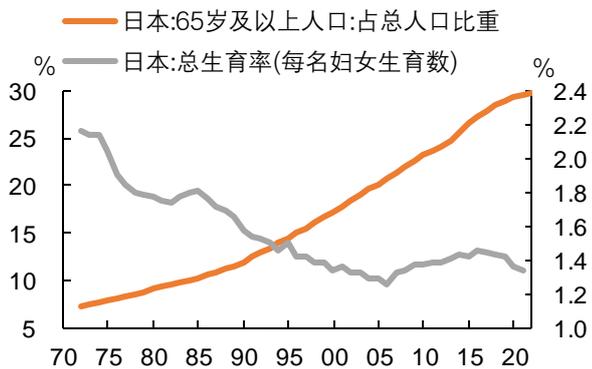
资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为，这一现象背后主要有以下几点原因：

首先，安倍经济学未能改变日本国内自然资源匮乏、人口老龄化等现象。长期以来，自然资源匮乏是困扰日本经济发展的重要因素之一。日本国家石油天然气和金属机构(JOGMEC)的统计数据显示，其消费矿产资源的铁矿石、铜、铝全部依赖海外进口。日本能源自给率持续下滑，从上世纪六十年代的60%，到上世纪八九十年代尚有20%左右，近年来已降至10%附近。自然资源匮乏导致日本国内原材料价格高企，提高了企业的生产成本。另外，尽管“安倍经济学”的“第三支箭”中提出了支持育儿等政策，但日本的少子老龄化趋势在短时间内较难扭转，这也使得企业对未来经营状况尤其是销售前景的信心持续低迷，并影响企业的投资意愿（参考报告《日本启示录系列（四）——日本产业空心化现象再审视》）。

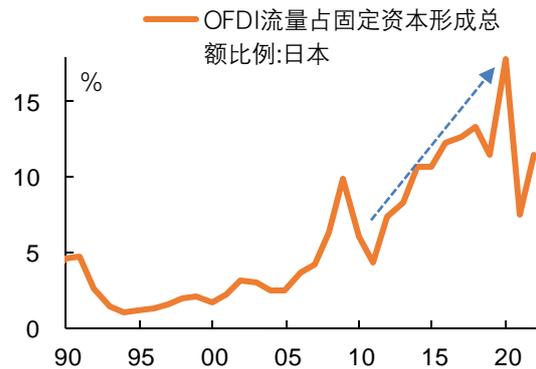
其次，全球化经济一体化背景下，日本企业对外投资意愿增强，对内投资意愿减弱。上世纪90年代开始，随着冷战结束，全球经济一体化速度开始明显加快。进入21世纪，中国、东南亚等经济体凭借自身低廉的劳动力成本以及广阔的国内市场，在全球供应链中的参与程度不断加深，开始吸引日本企业不断向海外投资。虽然全球金融危机的爆发在一定程度上阻碍了日本企业向外扩张转移的步伐，但2010年开始日本企业对外投资再次加速，其固定资本形成总额中OFDI的占比持续提升。

图表13 安倍内阁上台后日本老龄化现象更加严峻



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 全球金融危机后日本企业大举对外投资



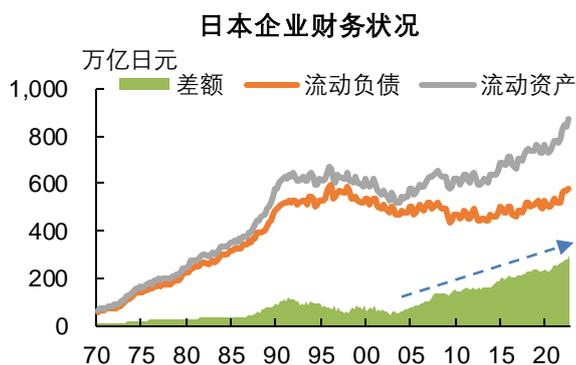
资料来源: Wind, 平安证券研究所

再次，此前日本企业已积累了较多闲置资金，贷款意愿相对较弱。2003年开始，随着日本经济景气程度持续回暖，日本企业的闲置资金不断增加。我们通过“流动资产-流动负债”这一指标来衡量日本企业闲置资金的充裕程度，可以发现2003年初至2013年初，日本企业闲置资金规模由56万亿日元大增至165万亿日元，在10年时间内增长近200%。而作为对比，

2013 年日本企业设备投资总额仅为 78 万亿日元。企业闲置资金不断积累,使得其通过银行等金融机构融资的需求大幅减弱,同时也削弱了“安倍经济学”中财政、货币政策对于企业投资的刺激作用。

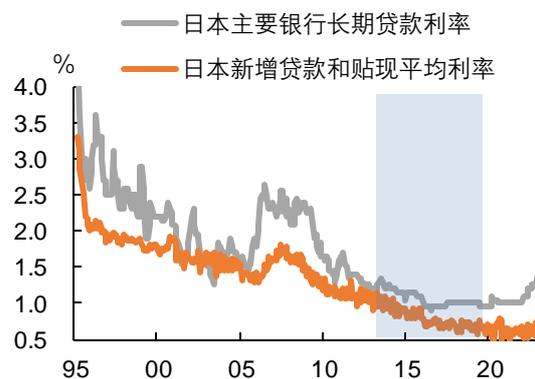
最后,触及“零利率下限”后,贷款利率下降空间有限。尽管在央行层面“零利率”甚至“负利率”的实施并非难事,但对于实体经济层面却并非如此,银行对于企业发放的贷款利率并不能降至 0 以下。在安倍政府上台并实施宽松货币政策之时,日本商业银行发放的贷款利率已经处于历史低位。2013 年初,日本主要银行长期贷款利率仅为 1.2%,新增贷款和贴现的平均利率仅为 1.1%。此后,虽然日本央行货币政策愈发宽松,但商业银行发放的贷款利率却难以持续下降。截至 2019 年末,日本主要银行长期贷款利率、新增贷款和贴现利率相较于 2013 年初仅下降了 25BP、40BP,日本企业通过银行融资的意愿也难被进一步提振。

图表 15 日本企业积累了较多的闲置资金



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 16 2013 年后日本贷款利率下降空间有限



资料来源: Wind, 平安证券研究所

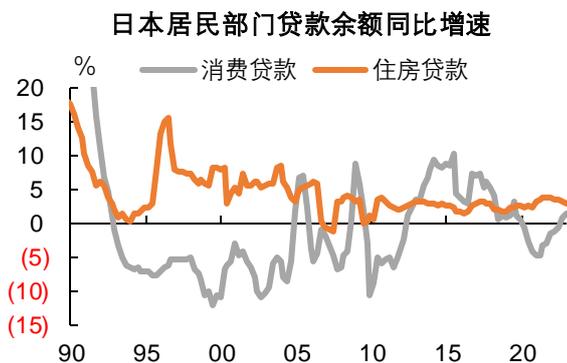
3) 居民部门

尽管安倍执政期间日本贷款利率已被压至历史低位,失业率也降至历史低点,但居民部门借贷、支出意愿仍然低迷。一方面,安倍内阁上台后,短时间内日本居民消费贷款增速出现回升,但这一趋势并未能持续,2015 年中开始日本居民部门的消费贷款增速持续回落,至 2019 年末已降至 0.4% 的低位。另一方面,日本居民部门住房贷款表现仍持续萎靡。2013 年至 2019 年,日本居民部门住房贷款余额年均增速仅为 2.4%。

我们认为,这一现象的背后可能有以下几方面原因:

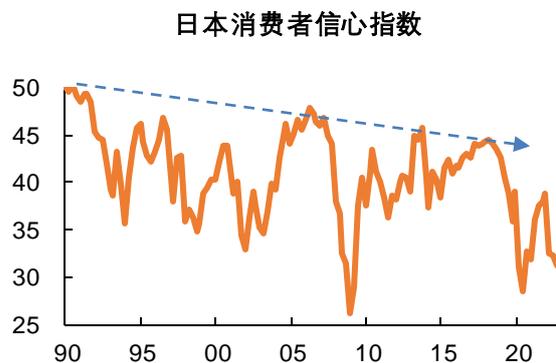
一是,日本民众在资产泡沫破灭后中形成的谨慎消费习惯一时难以改变。资产泡沫破灭后,日本民的消费习惯出现了明显的转变,尤其是居民对于未来的预期转弱,在消费开支上也更加谨慎。从上世纪 90 年代开始,日本消费者信心指数便持续走低,尽管安倍政府上台后日本消费者信心一度震荡回升,但相较于全球金融危机前以及 1990 年前后,仍有着不小的差距。

图表17 日本居民部门贷款增速并未持续回升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表18 长期来看日本消费者信心指数持续走低



资料来源: Wind,平安证券研究所

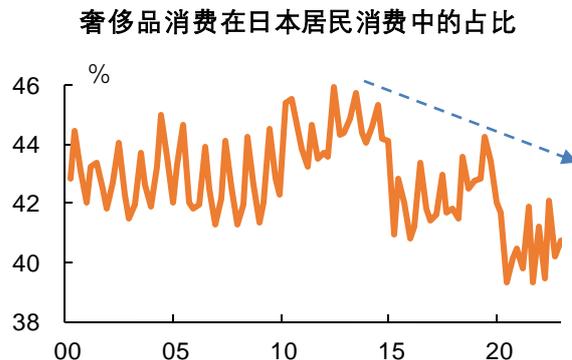
尤其是消费税加征后,日本居民消费倾向变化更加明显。为了弥补公共财政支出,日本政府在2014年把消费税从5%上调至8%,而在2019年更是再次把消费税提高至10%,而这使得日本居民的消费倾向更加保守,特别是在奢侈品方面的开支明显下滑。安倍执政期间,奢侈品消费在日本居民消费中的占比由最高的45%以上,最低降至不到40%。

图表19 安倍政府执政期间大幅上调消费税



资料来源: Wind,平安证券研究所

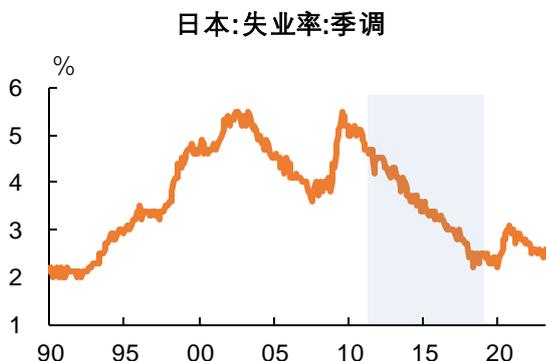
图表20 日本居民奢侈品消费意愿低迷



资料来源: Wind,平安证券研究所

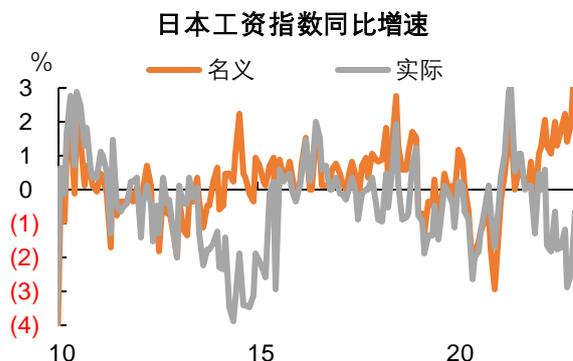
二是,居民工资增速未出现显著增加,限制居民支出意愿。2009年底开始,随着全球金融危机影响逐步消退,以及日本劳动力人口的持续减少,日本国内失业率持续下滑,并在新冠疫情爆发前一度降至2.5%以下。但是,劳动力市场的火热并未明显拉动力工工资增长,工资体系缺乏灵活性、非正式就业大幅增加等因素使得日本员工工资增长缓慢,在多数时间内工资增速甚至低于通胀增速。在“安倍经济学”实施期间亦是如此,2013年至2019年,日本实际工资指数同比甚至下滑了4.5%。

图表21 2010年开始日本失业率不断下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表22 日本工资增速并未显著增加

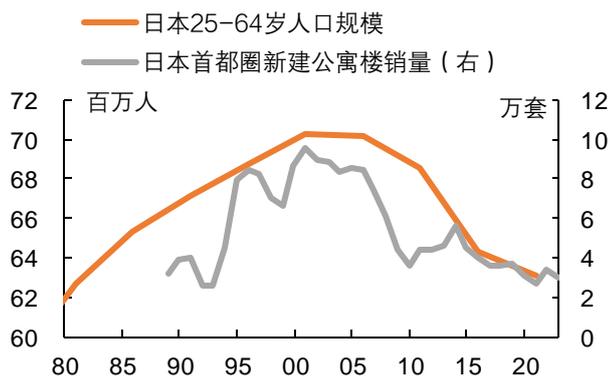


资料来源: Wind,平安证券研究所

三是，人口负增长后居民对于房屋需求下降，难以拉动信贷。在“日本启示录”系列的第一篇中，我们发现人口因素只是使得日本房地产市场的脆弱性提升，并非触发房地产泡沫破裂的直接因素。在泡沫破裂后的1990年代，日本居民对于房屋的需求实际上仍在增长。但2000年至2005年期间，作为主要置业人群的25-64岁人口规模到达顶点，居民部门对于房屋的需求也出现了下滑，这使得货币政策为有效融资需求不足所制约而更难发挥作用。

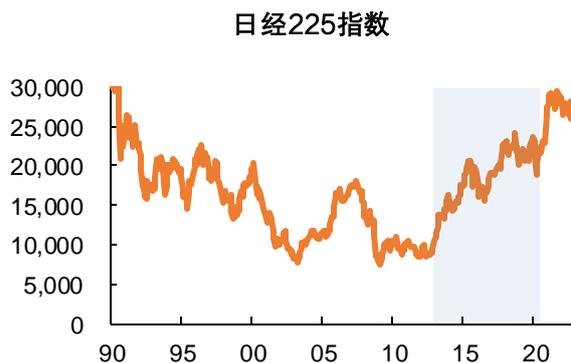
四是，股票等资产价格的上涨并未形成普遍的财富效应。“安倍经济学”及其所倡导的宽松的货币政策实施后，日本股市持续上涨：2013年初至2019年末，日经225指数由10395点上涨至23657点，涨幅达到128%。但是，股市的持续上涨却并未带来普遍的财富效应：一方面，从日本股市持有者结构来看，2013年开始个人投资者持有的股票市值占比不断下滑，而海外投资者持有的股票市值占比明显提升，表明此前日本股市上涨过程中，海外投资者受益或相对更多；另一方面，这一时期日本的财富不平等现象也有所加剧，消费倾向更高的低收入群体可能并未太多受益于股市的上涨。2012年至2019年，日本成人财富基尼系数由59.6%升至62.6%。

图表23 2000年开始日本房屋需求下降



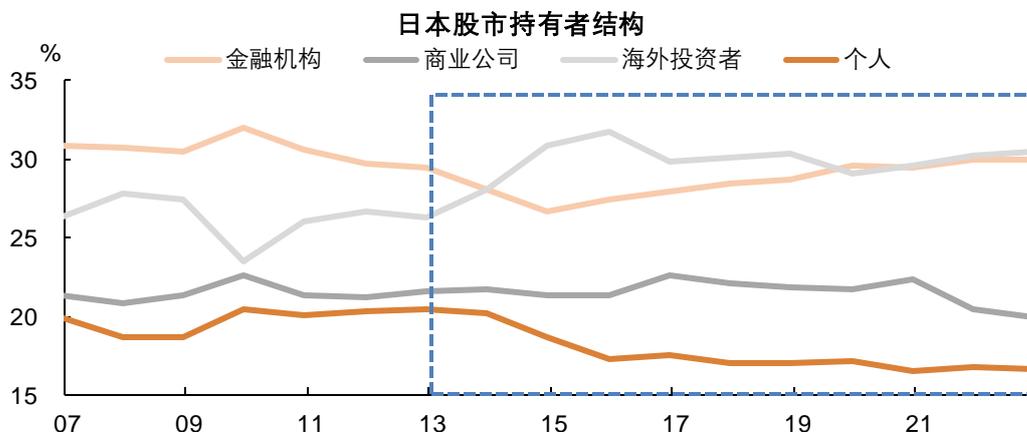
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表24 安倍政府上台后日本股市持续上涨



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表25 个人投资者在日本股市中的占比不断下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

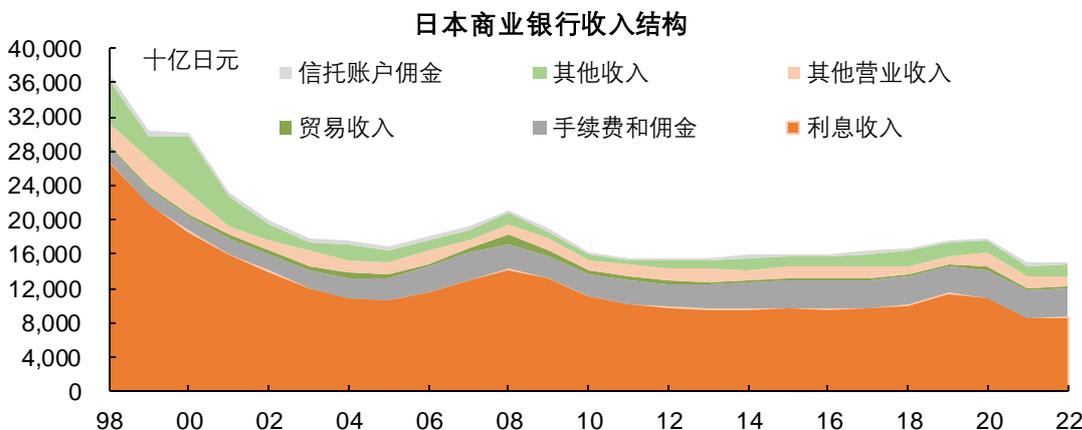
4) 金融机构

“安倍经济学”的实行不仅未能有效提升日本国内的信贷需求，与此同时，作为信贷供给方的商业银行等金融机构亦受到负面影响。2013 年安倍政府上台后，尽管银行的信贷规模仍在缓慢上升，但收入却基本在“原地踏步”：2013 年至 2019 年，日本存款机构总资产规模增长约 26.8%，但其总收入却仅增长了 12.1%，资产回报率更是一路下滑。商业银行等金融机构“增收不增利”，同样抑制了其放贷意愿。

一方面，持续宽松的货币政策使得商业银行的息差收窄，影响了银行的盈利能力。商业银行的利息收入与利率息息相关。市场利率下降时，商业银行为提高自身的行业竞争力，会试图降低资金的获取成本，使居民贷款利率随存款利率的降低而降低。但是，长期负利率以及 YCC 等货币政策导致日本商业银行存贷息差收窄：2012 年末至 2019 年末，日本商业银行贷款与定期存款平均利率之差由 1%，大幅下降至 0.5% 左右，银行通过传统贷款业务盈利难度不断增加。

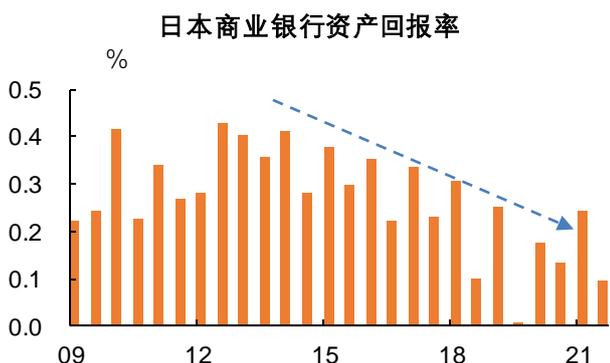
另一方面，传统利息业务收入的减少也影响了商业银行的非利息收入。商业银行的非利息业务与利息业务存在“协同效应”，手续费、佣金等非利息业务收入与传统利息业务收入的联系较为紧密，容易出现所谓“捆绑销售”的现象。因此，随着传统利息业务收入的减少，日本商业银行非利息业务的收入也受到影响。同时，由于日本国债利率长期被压制在低位，日本商业银行通过购买国债获得的收益也在减少。

图表26 2012年至新冠疫情前，日本商业银行收入“原地踏步”



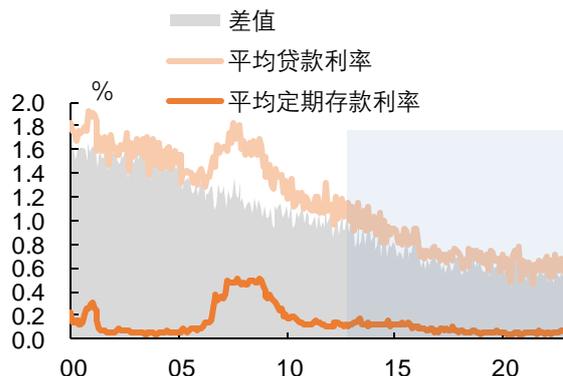
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表27 2013年开始日本商业银行资产回报率持续下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表28 日本商业银行存贷款利差明显回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

四、 结论与启示

虽然当前中国的经济发展阶段与近年来的日本存在较大差异，政策、制度、文化等方面也不尽相同。但通过对安倍政府执政以来日本经济形势的回顾，以及“安倍经济学”效果的分析，仍能为中国提供宝贵的经验。

一是，汇率与出口并非单向的因果关系，“政策宽松——货币贬值——出口增加”的传导路径存在较大不确定性。从日本经验来看，货币政策持续宽松并不能推动日元汇率持续贬值，即使在日元贬值时期，日本出口增速也并非持续回升。如2016年，在日元持续贬值的同时，日本出口增速却开始掉头向下。这说明与汇率相比，海外经济体的基本面表现以及本国出口部门的竞争力可能才是决定出口的主要因素。近年来，人民币汇率市场化形成机制不断完善、弹性明显增加，其更多地发挥了调节宏观经济和国际收支“自动稳定器”的作用。央行对于人民币汇率波动的容忍度亦明显提高，这反映出在“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”的大背景下，我国央行更加注重“以我为主”的货币政策思路。同时也说明，在全球经济增长前景承压、及全球供应链调整加速的背景下，中国出口高景气的持续显然不能简单寄托在人民币汇率的所谓“操纵”上。

二是，财政政策与货币政策的协同愈发重要。如我们此前系列所分析，泡沫经济时期，日本政府采取了谨慎的财政政策，导致货币政策被迫承担了过多的宽松职能（The only game in town），从而助推了房地产泡沫的形成。从“安倍经济学”实施过程来看，宽松的货币政策同样被安倍政府寄予厚望，而灵活的财政政策“存在感”并不强，不合理的税收政策调整、以及日益增长的政府债务压力等，均使得“安倍经济学”的第二支箭效果大打折扣。但在一国潜在增长率下行时期，积极推行结构效应更强的财政政策、以及更能释放微观主体活力和提升资源配置效率的改革政策，不仅有助于改善一国的长期增长前景，也能进一步提高货币政策的效应。近年来，我国财政政策在需求端稳增长中发挥了愈发重要的作用，同时越来越注重于从供给端激发经济主体活力。中国财政与货币“两条腿走路”，并开辟出诸如政策性开发性金融工具探索财政与货币相结合的政策路径，对于避免货币“大水漫灌”的后遗症、更有针对性地纾困、补足和增强实体经济活力具有重要作用。

三是，非常规货币政策并非“万能药”，相对于常规货币政策效果要打折扣。在“安倍经济学”实施期间，日本央行为了营造尽可能宽松的货币政策环境，可谓是用上了“十八般武艺”，其货币政策宽松程度在主要经济体中也首屈一指。尽管如此，2013年至新冠疫情爆发后的长时间内，日本通胀水平并未显著回升，经济增长潜力也未得到明显改善，这表明单靠宽松的非常规货币政策难以改变日本低通胀、低增长的现实。新冠疫情爆发后，在大宗商品价格暴涨等因素推动下，日本通胀水平一度蹿升。但今年1月至3月，日本CPI同比已由4.3%迅速回落至3.2%，后续大概率将继续下滑，同样反映出在疫情扰动逐渐褪去后，非常规货币政策的局限性依旧。当前中国经济仍处于中高速发展期，常规货币政策仍有发力空间，对此也要格外珍惜。事实上，2022年四季度央行的货币政策执行报告中同样提到要“珍惜正常的货币政策空间”。2023年4月4日易纲行长在讲话中同样表示，“我国实际利率总体保持在略低于潜在经济增速这一‘黄金法则’水平上，与潜在经济增长水平基本匹配”，“在利率方面，央行同样保持相对审慎和留有余地，政策利率波动比较小”。

四是，结构性问题需要更具针对性的结构性改革。与其说安倍晋三的经济政策是“三支箭”共同发力，不如说只有“前两支箭”在不断推进，而“第三支箭”几同虚设、微乎其微。暂不论“前两支箭”的效果如何，仅用“打激素式”的政策来应对日本经济中暴露的人口老龄化、劳动市场二元化、企业信心不足等结构性问题不啻杯水车薪。结构性问题仍需结构性政策来解决，蓄力发射好“第三支箭”，或许才能真正将日本带出“债务—通缩”的陷阱。对中国而言，尽管“三重压力”是当前我国经济面临的主要挑战，但人口老龄化、产业升级、贫富差距等中长期结构性问题同样值得关注。未来我国需要在生育政策、产业政策、共同富裕等方面，进行更多更具针对性的结构性改革，才能够使得中国经济“行稳致远”。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033