

安倍经济新政及其对中国经济的溢出效应

摘要：为了摆脱长期通货紧缩的局面，安倍政权在日本国内通货复涨（Reflation）派学者的支持下，推出了由大规模的财政支出、激进的宽松货币政策和唤起民间投资的增长战略构成的所谓“安倍经济学”，其核心的构成部分是以2%通胀率为目标的无限量化宽松政策。短期中，因为中日政治关系的恶化和对日贸易在中国外贸比重的不断下降，日元贬值对中国大部分产品的出口市场的影响有限。但与欧美量化宽松政策的叠加，安倍新政加剧了国际市场的流动性泛滥，从而通过“热钱”通道对中国金融市场的稳定性产生不利影响。长期中，安倍新政推动日本经济复苏的前景渺茫，但将导致政府债务负担继续上升，增大了日本未来发生主权债务危机从而陷入更深层次经济萧条的可能，这成为资本市场不断开放的中国经济面临的潜在外部风险。

一、引言

2012年年底就任日本第96任首相的安倍晋三在2013年1月推出了“面向日本经济再生的紧急经济对策”，该对策包含了高达20万亿日元财政投资计划的一系列宏观经济刺激政策。之后日经指数持续上涨，日元大幅贬值。2013年3月新任日本央行总裁黑田东彦（Kuroda Haruhiko）就任，一改前任总裁白川方明（Shirogawa Masaaki）坚持中央银行独立性、拒绝政府过度介入金融市场的做法，明确提出了以2%通货膨胀为目标、实施新的量化宽松政策的主张。虽然在上个世纪90年代日本泡沫经济破灭以后，尤其是2008年金融危机之后，走马灯式更迭的日本政权频繁推出过增加财政投资、长期超低利率的宽松宏观经济政策，但安倍新政仍以其明确主张的通涨目标和承诺的前所未有的货币政策宽松力度引起了国内外广泛的关注。由此，也即“里根经济学”（Reaganomics）之后，出现了所谓“安倍经济学”（Abenomics）的说法。

中日两国经济体量较大，具有对国际贸易依存度高、低消费高储蓄等相似的经济特征，同时双边贸易占各自国际贸易的比重较大。因此，日本国内的政策动向必然会产生对中国经济的不可忽视的溢出效应。安倍新政对中国经济的影响路径包括短期中日元持续贬值对中国出口的影响、流动性过剩导致的“热钱”流入的问题，以及中长期中日本经济整体复苏波动对中国经济的冲击、和可能出现的超高债务负担的财政危机的影响等。

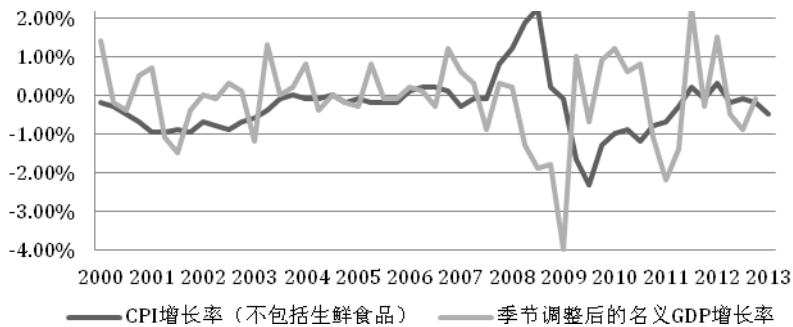
本报告分为四个部分。第一部分阐述安倍经济学的主要内容和经济学理论逻辑；第二部分，分析短期中安倍新政对中国经济产生的影响；第三部分，论述长期中安倍新政的可能效果与对中国经济的溢出效应；第四部分是结论。

二、安倍经济新政的内容

1、通货紧缩的恶性循环：安倍经济新政的背景

2001年3月在日本政府月度经济报告里首次给出了“通货紧缩”的判断，从那之后的12年时间里，消费物价指数（扣除生鲜食品）的上涨率除2006-2008期间出现正数外，其余年份均为负的0.1%-1.3%之间。（图1）。长期持续的物价下跌所形成的悲观预期下，日本经济自此陷入到物价下跌→企业盈利恶化→工资降低→家庭消费进一步低迷的通货紧缩恶

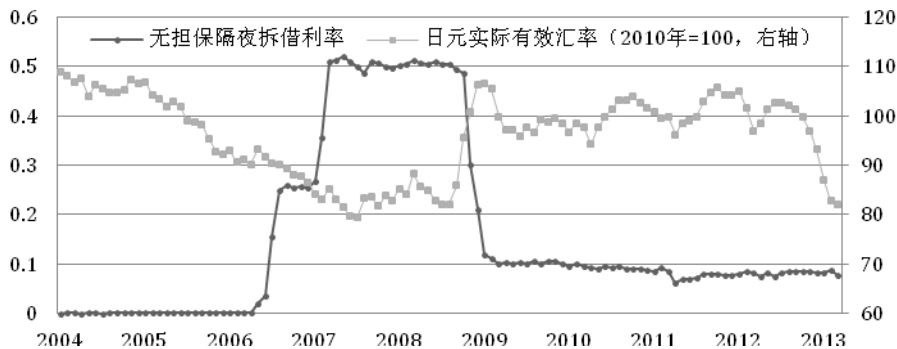
性循环中。



资料来源:日本总务省统计局 <http://www.stat.go.jp>

图 1: 2000-2013 日本的 GDP 增长率和消费者物价指数增长率

伴随着通货紧缩的其他特征是低潜在增长率、长期超低利率和日元居高不下。人均GDP潜在增长率在1989年泡沫经济破灭前夕达到近4.1%，之后急速下滑到90年代中期0.5%的水平，在2005-2008期间虽然一度恢复到超过1.5%的水平上，但全球性金融危机后的2009-2012年又滑落到不到0.5%的水平，这就是日本“失去的二十年”¹。针对这种状况，日本历届政府采取的对策不外乎是大规模财政支出刺激政策和宽松的货币政策，虽然经济增长的效果不理想，但前者导致了目前日本远远高于希腊、意大利等“欧债危机”中心国家水平的政府财政债务率，后者使日本自2000年以后保持着银行间市场无担保隔夜拆借利率接近于零的超低利率水平（图2）。



资料来源:日本银行 <http://www.boj.or.jp>

图 2: 无担保隔夜拆借利率和日元实际有效汇率

低增长率、超额公共债务负担并没有使日本出现通常的“物价上涨、货币贬值、高长期利率”的“滞涨”，而是保持着“物价稳定、日元升值、低长期利率”的状态，有一些经济学家认为这是一种“通货紧缩”的均衡状态（河野龙太郎，2013）。这种状态下，由于潜在增长率（自然利率）低，已处于超低名义利率水平的实际利率无法再降低，货币市场处于流动性陷阱状态之中（Krugman, 1998），宽松的货币政策对刺激经济无效，物价下跌的状态也难以改变。与此同时，通货紧缩下，日元实际购买力提高，产生了日元名义汇率升值的压力。而日元名义汇率的升值，导致进口物品价格更加便宜，这使物价通货紧缩进一步加剧。另一

¹ 日本目前在位的平成天皇即位于1989年，因此已经持续了二十多年的经济不景气也被成为“平成萧条”。

方面，在金融市场上，低增长和通货紧缩预期持续的状态下，市场对“零利率”政策的预期长期化，这使长期利率继续处于较低水平。在外汇市场上，由于日元币值持续处于高位，套利机制的存在，也支撑了长期的低利率水平。

上述状态显然不是一个稳定的均衡。一旦某种原因导致长期利率上升，政府债务的利息负担就会迅速增加，财政负债率将难以控制，从而引起物价上涨和日元贬值。从长期看，日本经济面临人口老龄化、公共养老金体系难以为继、全要素生产率逐渐降低等深层次问题。因此，对日本经济的悲观预期始终笼罩着民众和企业，国内消费和企业投资低迷，经济长期处于低迷的停滞状态。

2. 安倍经济新政的内容：“三支箭”方针及措施

针对上述状况，安倍经济新政的目标非常明确，就是摆脱通货紧缩和日元高估的状态，实现 3% 以上的名义增长率，增加就业，提高国民收入水平。指导其经济刺激政策组合的方针有三个：激进的宽松货币政策、灵活的财政支出政策和促进民间投资的增长战略，这三个方针也被称为安倍经济学的“三支箭”。为了推进政策的实施，安倍还专门设立了“日本经济再生本部”、“经济财政咨询会议”和“产业竞争力会议”等组织。

表 1：安倍经济新政的计划安排

2013 年	1 月 11 日	提出紧急经济对策
	1 月 15 日	内阁会议决定了 2012 年度补充财政预算案*
	21-22 日	日本银行货币政策会议。提出以 2% 通货膨胀率为目标，强化金融宽松政策
	2 月	2012 年度补充财政预算案通过
	4 月	日本银行新任总裁黑田上任
	5 月	2013 年新年度财政预算案
	6 月	召开“产业竞争力会议”，讨论经济增长战略内容
	秋天	如果不能发现摆脱通货紧缩的迹象，将讨论延期消费税 ¹ 提高的时间
2014 年	4 月	原定于 4 月消费税提高至 8% 的计划可能延期执行
2015 年	10 月	原定于 10 月消费税提高至 10% 的计划可能延期执行
	年内	达到中央和地方的一般财政收支赤字比重比 2010 年度减半
数年以内		实现 2% 的物价上涨目标，摆脱通货紧缩 通过实施增长战略，实现名义 GDP 增长 3%

*：日本的财政年度从每年 4 月 1 日开始，来年 3 月 31 日结束。

资料来源：神原谦等，2013《アベノミクス徹底解説：どうなる公共事業、金融緩和、成長戦略》

(1) 大规模的公共投资

2013 年 1 月安倍内阁推出的紧急经济对策的主要构成内容是金额高达 10.3 万亿日元的 2012 年度补充财政预算（表 2）。追加的财政支出集中在三个领域：灾后重建和防灾、产业和企业扶持以及民生和地方经济振兴，三个领域的支出金额各自占总预算规模的约三分之一。其中在第二个领域——产业和企业扶持，的投资中，产业扶持的对象集中在节能和再生能源行业的装备制造、高科技研发和创新、海洋和资源开发领域以及资本市场；企业扶持的对象主要是中小企业、农林渔业以及开拓海外业务的企业。这些领域的追加财政投资只占全部追加财政投资的约三分之一，但带动的支出规模可达到 12.3 万亿日元，占可带动支出总

¹ 日本目前的消费税是 5%，上一届首相野田佳彦(Noda Yoshihiko)执政期间制定了分两步提高消费税的计划，2014 年 4 月提高至 8%，2015 年十月提高至 10%。

规模 20 万亿元的 60%。

表 2：安倍新政“紧急经济对策”的规模及构成

	财政支出金额 (万亿日元)	涉及投资金额 (万亿日元)
1、灾后重建、抗震防灾支出	3.8	5.5
• 东日本大地震灾后重建	1.6	1.7
• 抗震防灾	2.2	3.8
2、促进增长、创造财富支出	3.1	12.3
• 刺激民间投资、强化增长能力	1.8	3.2
• 中小企业、农林渔产业支出	0.9	8.5
• 本国企业开拓海外市场	0.1	0.3
• 就业、人才培养	0.3	0.3
3、民生及增强地方经济活力	3.1	2.1
• 医疗、育儿体系完善支出	0.8	0.9
• 宜居城市建设、农业生产能力强化	0.9	1.2
• 地方政府融资及促进本对策迅速实施	1.4	
• 基础设施投资中国库负担部分	0.3	0.3
经济对策支出总金额	10.3	20.2
• 实现由国库负担年金一半的支出	2.8	
补充预算总金额	13.1	

资料来源：安倍内阁 2013 年 1 月 11 日发布的“日本经济再生に向けた緊急経済対策について”。

关于上述对策将产生的效果，安倍内阁给出的预期是，短期拉动实际 GDP 增长 2 个百分点，创造 60 万个就业机会；长期中，促进民间投资和消费增加，提高产业竞争力，带动收入和就业同步提高的经济增长。同时，安倍内阁还期望这种有侧重的财政支出可以促进经济结构的调整。通过培育未来有成长性的产业，推进高附加值行业的发展；通过推动民间投资和完善基础设施，鼓励创新，强化产业竞争力；在经济总体规模增长、就业扩大的过程中，促进社会财富向青年阶层的转移。

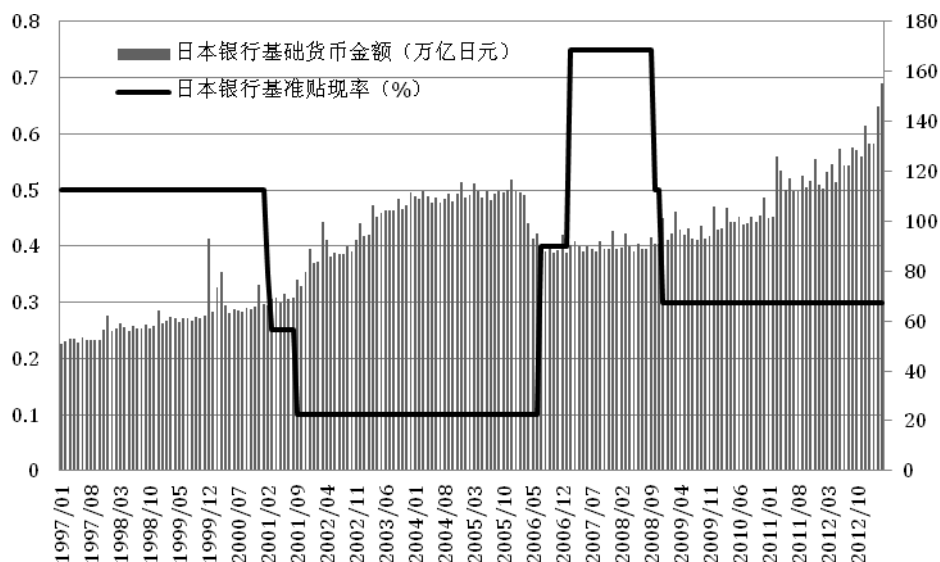
在上述补充预算财政支出推出后，2012 年度日本财政赤字占 GDP 的比例达到 10.2%，超过金融危机后 2009 年的 10.1%，同时也是所有发达国家中的最高水平。2013 年 5 月，日本将出台新年度的财政预算案，相信届时的支出规模也将是空前的。

（2）通过无限制的量化宽松实现 2%的通胀目标。

安倍新政最引人瞩目的内容是激进的超宽松的货币政策。早在这个世纪初，美国著名经济学家 Paul Krugman (Krugman, 1998) 和 Joseph E. Stiglitz (Stiglitz, 2003) 就提出过，日本在通货紧缩下应实行大量印发货币的超常规货币政策的观点。耶鲁大学教授、日籍著名经济学家滨田宏一 (Hamada Kouichi) 也一直对日本银行多年来保守的货币政策运营姿态持批判态度，认为日本经济要摆脱物价下跌的局面，必须实施更为宽松的货币政策。在安倍内阁提名对日本银行货币政策持同样批评态度、当时任亚洲开发银行的黑田东彦 (Kuroda Haruhiko) 担任新的日本银行总裁得到国会同意后，黑田于 2013 年 3 月 20 日就任，这在中央银行的人事层面为安倍内阁的超宽松货币政策奠定了良好的基础。

事实上，受 2008 年金融危机以及 2011 年 3 月东日本大地震的影响，日本已经连续多年

实施宽松的货币政策，无担保隔夜拆借利率降到了低于 0.1%的水平，已几乎没有下调的空间。在公开市场操作方面，日本银行不断增加增加国债、CP 等有价证券的购买金额。连续多年实施宽松货币政策的结果是日本银行资产负债规模的迅速扩大(图 3)，资产总额在 2008 年年初不到 120 万亿日元，2013 年 2 月底规模已经急速增加到近 164 万亿日元。



资料来源：日本银行 <http://www.boj.or.jp>

图 3：日本银行资产规模及结构

安倍新政提出的激进的超级宽松货币政策在以下几个方面与以往的宽松政策有所不同。第一，提出了明确的 2%的通货膨胀目标。安倍内阁政府与日本银行发表共同声明，称摆脱紧缩、保持物价稳定是中央银行的责任所在，日银将使用各种手段，以两年为目标，尽早达到 2%的目标。这一前所未有的目标的存在，以及政府所表现出来的决心，至少在影响人们的未来预期方面，从目前的股票和外汇市场波动看，产生了积极的影响。第二，加速国债买入速度，购买对象的国债平均期限年限从目前的 3 年延长至 7 年。在 2013 年 4 月初举行的黑田上任后的第一次货币政策会议上，已经决定今后日银持有的国债余额每年增加 50 万亿日元，每个月购买的国债总额超过 7 万亿日元，这两个指标基本是白川时代目标的两倍。第三，放弃“银行券规则”规定的国债购入金额上限。“银行券规则”规定日本银行持有的国债余额不可以超过其发行的基础货币总额，这个规则是 2001 年日本银行实施量化宽松政策时制定的规则，十几年来一直被严格遵守。第四，增加风险资产的购入。可购入的风险资产包括银行持有的股票、CP、企业债、ETF 和房地产投资信托基金（RRITs）等。4 月初召开的央行货币政策会议提出了每年总金额为 1 万亿日元、每年递增 300 亿日元的 ETF 和房地产投资信托基金的购买计划。

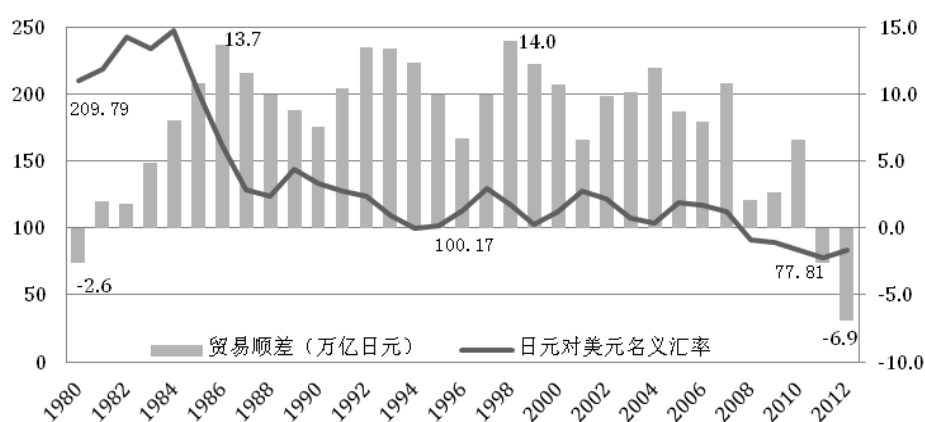
（3）负化实际利率 诱导日元贬值

2008 年金融危机之后，欧美市场的低于零的负实际利率成为常态。如果用一年期国债利率减去 CPI 上涨率表示实际利率，美国从 2009 年 11 月开始进入负利率时代，2013 年 2 月的实际利率是 -1.84%，德国从 2009 年 12 月实际利率降至低于零，2013 年 2 月为 -1.56%。而日本，虽然名义利率水平很低，但通货紧缩的存在使实际利率仍处在正的水平，2013 年 1 月为 0.39%。通过量化宽松政策导致的物价上涨，可以降低实际利率。对目前的日本来说，

实际利率降至负值可以带来的效果有：第一，防止政府债务负担增长速度过快。作为最大的债务主体，日本政府通过负实际利率来间接减轻债务实际金额，比直接增税和减少支出来解决赤字问题、避免债务危机要容易得多。第二，促进社会财富向债务人一方转移，起到鼓励借贷、刺激投资的作用。

近年来日元不断升值是加剧通货紧缩、困扰日本经济难以走出困境的一个重要原因。如果以日本经常收支平衡的 1973 年美元对日元汇率作为基准，用美国生产者物价指数和日本企业物价指数对名义汇率进行调整计算，那么符合购买力平价理论的日元对美元汇率是 1 美元=92 日元。在 2008 年金融危机后，日元对美元一路升值。2008 年 1 月的汇率是 1 美元=107.6 日元，2011 年 10 月日元升值刷新历史记录，达到 1 美元=76.72 日元的水平，日元高企不下的状况一直持续到 2012 年年底，2012 年 12 月的汇率是 1 美元=83.86 日元。在这一期间，同时受到东日本大地震后能源进口增加的影响，日本国际贸易收支状况发生逆转，从上个世纪 80 年代开始持续了 30 多年的国际贸易顺差于 2011 年、2012 年连续两年出现逆差。

虽然日元高企不下不是日本贸易逆差出现的主要原因，但近年来其国际贸易市场上主要竞争对手德国和韩国的币值与日元相反的走势，的确影响了日本企业的电子、机械设备等产品的市场竞争力。日本政府希望通过宽松的货币政策，以及对外汇市场的直接干预来克服日元被高估的局面，诱导日元贬值，改善贸易状况。对此，安倍内阁不仅在国内明确表达了实施宽松货币政策实现物价上涨从而促使日元贬值的政策方向，在 2013 年 4 月于华盛顿召开的 G20 会议上，也成功逃脱了“发动货币贬值竞争”的指责，这为其进一步的激进货币政策争取了空间。



资料来源：日本贸易振兴机构（JETRO）www.jetro.go.jp

图 4：日元对美元的名义汇率及国际贸易收支

（4）有重点的产业扶持增长战略

安倍政权当然了解积极的财政支出政策和宽松的货币政策促进经济复苏的短效性，如果没有长期中实体经济活力的改善和潜在 GDP 增长率的提高为基础，始于 2012 年年底的股价上涨和消费增加将不过是昙花一现。从“紧急经济对策”提出的重点领域来看，安倍新政增长策略的中心将表现为对新兴产业的扶持和对特定企业竞争力的培育。目前出台的具体措施有：

- 企业节能设备购入的补贴。
- 日本政策投资银行成立新的基金，致力于新技术的商业化应用。

- 政府直接出资国际协作银行，对日本企业的海外并购提供支持。
- 强化动画产业和旅游业发展。
- 鼓励技术创新，支持具有世界先进水平的稀有材料和医疗技术的研发。
- 扶持中小企业发展，活跃区域经济。
- 振兴农林渔业，立足开发附加值高的食品产业。

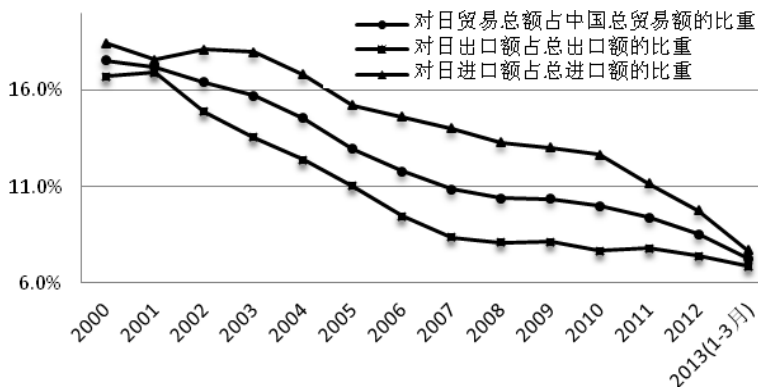
对于上述一系列方针和政策措施的推出，安倍政权的理想预期是，通过大规模的财政投资和日元贬值带来的贸易改善在短期里刺激经济复苏，依靠极度宽松的货币政策增强市场流动性，促进民间投资，同时依靠央行的国债购买向财政提供融资。在温和的通货膨胀下，摆脱长期的通货紧缩下形成的悲观预期，并为经济结构调整、企业竞争力培育争取时间，在长期中实现潜在 GDP 增长率的回升，提高收入和就业水平。

二、短期中安倍新政对中国经济的溢出效应分析

1、通过进出口贸易路径产生的影响

安倍政府超级宽松货币政策推出后，日本股票市场和外汇市场迅速做出了反应。从 2013 年 1 月 1 日到 4 月 30 日，日经平均指数从 10688 点上涨到 13860.86 点，上涨了近 30%，日元从 1 美元兑换 87.37 日元下跌到 1 美元兑换 97.41 日元，下跌了 11.5%，与此同时由于人民币升值，人民币与日元的汇率从 100 日元兑换 7.3049 元下跌到兑换 6.2675 元，人民币对日元升值了 14.2%。在这种情况下，日元币值对中国进出口贸易的影响自然成了人们关注的焦点。日元升值中国进出口的影响，可以从两个方面进行分析，一个是对中日双边贸易的影响，另一个是对第三方市场出口的影响。

首先从中日双边贸易上看，对日贸易在中国对外贸易中的比重日益下降，日元贬值本身对中日双边贸易的影响有限。图 5 显示的趋势很明显，2000 年以来，中日双边贸易总额占中国对外贸易总额的比重、中国对日本进口和出口总额占总进口、总出口的比重都在不断下降。这意味着日本作为贸易伙伴的重要性在下降。2012 年中国对日本的出口额只占总出口额的 7.4%，进口额占总进口额的 9.8%，这一年香港与大陆的贸易额超过日本与中国的贸易额，日本退居为中国的第五大贸易伙伴。在日元币值迅速下跌的 2013 年第一季度，虽然中国对日本的出口金额同期下降了 3.6%，但与此同时，来自日本的进口也下降了 16.67%，下降幅度更大。中国对日本在第一季度的贸易逆差是 10.5 亿美元，比 2012 年同期的 69.01 亿美元，反而减少了近 50 亿美元。



资料来源：中国商务部 <http://www.mofcom.gov.cn/>

图 5:对日贸易占中国贸易总额比重的变化

上述的中日贸易的近期变化与其说是日元贬值的影响，不如说是近年来，尤其是 2012 年 9 月钓鱼岛事件出现以来，中日政治关系的恶化造成的。2012 年 9 月以来从日本进口金额的大幅下跌，尤其是汽车、汽车零部件等受政治影响敏感度较强的产品的进口额大幅下降充分说明了这一点。

但需要注意的是，中国向日本出口的产品主要集中在机电产品、纺织品及原料和家具、玩具及杂项制品等几大类上，出口产品的集中度较高（表 3）。其中机电产品出口额占到中国向日本出口总额的 42.3%，占日本同类进口产品的一半，纺织品、家具、玩具等产品占到日本同类进口产品的 70% 以上。这些产品在日本市场的优势是成本和价格低廉，因此日元贬值对这些行业的影响是值得关注的。

表 3：2012 年中国向日本出口的主要产品构成

产品名称	所属海关分类	占中国向日本出口总金额的比重	占日本同类进口产品的比重	在日本进口市场中的占有率排序
机电产品	84-85	42.3%	49.5%	第一位
纺织品及原料	50-63	16.2%	73.4%	第一位
家具、玩具、杂项制品	94-96	6.4%	71.2%	第一位
贱金属及制品	72-83	5.2%	27.8%	第一位
化工产品	28-38	4.8%	18.1%	第二位

资料来源：中国商务部国别贸易报告“日本 2013 年第 1 期”

其次，日元升值对中国出口的溢出效应表现在对第三国出口市场的竞争上。中日是两个对出口需求依赖性较强的经济体，日元的不断贬值在提高日本出口产品竞争优势的同时，对中国出口的同类产品会产生替代作用。可以从中日出口的产品结构以及区域分布结构的重叠状况程度上来分析这一影响。

表 4 给出了中国和日本主要出口产品的结构对比。根据海关 HS 编码进行产品大类的划分，中国与日本出口的前十大类产品中有七类是重合的。其中位居中国出口第一大类的产品——电机、电气及音像设备等，是日本的第三大类出口产品，分别占了两个国家 23.5% 和 15.8% 的出口比重。这个行业是中国国内发展较快、市场竞争较为充分，同时与国际先进水平差距较小的行业，因此日元贬值会对这些行业产生不利的影响。但其他重叠的产品大类，如 HS 编码第 84 章（核反应堆、锅炉等）、第 87 章（车辆及其零部件等）和第 90 章（光学、照相、医疗设备等）产品虽然在分类上是相同的，但中国出口的产品主要是价格较低的低端产品，面向不发达市场，而日本出口的主要是价格较高的高端产品，面向发达市场，因此在国际市场上并不形成直接的竞争。在这些领域里，受日元贬值冲击较大的，主要是德国和韩国的出口产品，这从韩国¹和德国政府最近对安倍政府推动日元贬值的表态上就可以看出。

2012 年，日本出口市场份额最高的前五位国家和地区是中国（18.1%）、美国（17.5%）、韩国（7.7%）、台湾（5.8%）和泰国（5.5%），中国出口市场份额最高的前五位国家和地区

¹ 据韩国贸易协会的数据显示，韩国企业 2013 年 3 月的对日出口业绩为 27.224 亿美元，同比下滑 18.2%；第一季度累计 91.393 亿美元，同比下滑 9.5%。与此相反的是，自从安倍晋三正式执行其经济政策后，日本的对韩出口稳步上升。去年 11 月增长 0.6%，12 月增长 0.9%，1 月增长 4.4%，2 月增长 2.8%。

是美国（17.1%）、欧盟（16.3%）、中国香港（15.8%）、日本（7.4%）和拉丁美洲（6.6%）。从这个分布可以看出，除了美国是中日两国出口市场的重要构成外，日本的出口市场较为集中在亚洲，而中国集中在欧盟和拉丁美洲市场。从中国出口市场分布的动态变化看，金融危机和欧债危机之后，发达国家内需不旺，中国对俄罗斯、非洲、巴西等新兴市场的出口增长迅速，因此中国出口市场未来的增长点是亚洲之外的经济发展中国家。所以，总体上来看，在主要出口市场分布上中日两国的重合度不高，日元贬值对中国出口产品的冲击是有限的。

表 4：中日主要出口产品构成比较

出口 金额 排名	中国（2011 年数据）			日本（2012 年数据）		
	HS 编 码	产品名称	占总出口 金额比重	HS 编 码	产品名称	占总出口 金额比重
1	85	电机、电气、音像设备等	23.5%	87	车辆及其零附件	20.4%
2	84	核反应堆、锅炉等	18.6%	84	核反应堆、锅炉等	19.9%
3	61	针织或钩编的服装	4.2%	85	电机、电气、音像设备等	15.8%
4	62	非针织或非钩编的服装	3.3%	90	光学、照相、医疗等设备	5.7%
5	90	光学、照相、医疗等设备	3.2%	72	钢铁	4.9%
6	94	家俱、寝具等	3.1%	39	塑料及其制品	3.6%
7	73	钢铁制品	2.7%	29	有机化学制品	2.9%
8	87	车辆及其零附件	2.6%	89	船舶及浮动结构体	2.8%
9	39	塑料及其制品	2.4%	73	钢铁制品	1.9%
10	89	船舶及浮动结构体	2.3%	40	橡胶及其制品	1.9%
合计			66.0%			79.8%

资料来源：1) 中国的出口数据来源于《中国统计年鉴》（2012 年）

2) 日本的出口数据来源于商务部国别贸易报告“日本 2013 年第 1 期”

综上所述，在双边贸易中，中国是日本的第一大出口市场，如果没有政治因素的影响，日元贬值将会促进日本对中国的进口。但来自日本的进口中有一部分是传统的来料加工贸易，进口增加的同时，也会带动中国的出口增加。虽然对日本的出口在中国出口总量中的比重不断缩小，但日元贬值会降低中国产品在日本市场的传统价格优势，可能会进一步扩大中日贸易的逆差。在对第三方市场的出口竞争中，中日在美国市场、在电机和电气产品上会形成比较直接的竞争，日元贬值会产生日本产品对中国产品的替代效应。但整体上看，中日两国出口的产品结构、市场分布结构的重合度不高，日元贬值对中国出口产生的影响有限。

2、通过资金跨境流动路径产生的影响

除贸易方式外，国际跨境资金通过其他合法通道或地下通道进出中国市场也是国际宏观环境变动冲击中国经济的重要方式。因在对外商直接投资（FDI）和对外直接投资（ODI）方面审批监管的存在，以及资本账户至今原则上的不开放，中国对合法通道的跨境流动资金，无论在数量还是投资方向上，都保持着较强的控制力。但是，通过地下途径以及虚假贸易方式在境内外进行的资金跨境转移，也就是被成为“热钱”的部分，则较难估算和分析。以下分别从这两个角度分析日本的超宽松货币政策通过跨境资金流动路径对中国可能产生的影响。

资金从国内向日本跨境流动的合法通道有，对外直接投资和合格境内机构投资者（QDII: Qualified Domestic Investment Institution），资金从日本进入中国国内的通道有有外

商直接投资和合格境外机构投资者（QFII: Qualified Foreign Investment Institution）。表 5 大致给出了这个几个通道产生的 2012 年流量规模或 2012 年年底的存量规模。在 2012 年中国 772.2 亿美元的对外直接投资中，对日本市场的投资规模只有 1.7 亿美元，占比是 02%。2013 年年 4 月底中国已经批准的 QDII 额度是 850.27 亿美元。因为 QDII 产品数量较多，投资主体多元化，其海外投资的资产组合难以有准确数字。但是，从已披露的信息看，QDII 资产的主要配置是在海外上市的中国概念产品、欧美市场的产品，直接投向日本的产品比例非常低。因此，日本的资本市场波动和日元升值对中国流向日本的资金影响不大。另一方面，从日本流向中国的资金中，2012 年来自日本企业的外商直接投资为 73.8 亿美元，占 FDI 总量的 6.7%，日本是仅次于香港的第二大外商直接投资来源地，因此日本经济的复苏状况对日本企业在中国的投资影响较大。QFII 是海外资金进入中国资本市场的通道，在目前证监会的批准的 197 家国外机构投资者和在外管局审批的 471.45 美元的额度中，日本企业有 15 家，合计额度为 26.5 亿美元，占比较低。而且来自日本的 QFII 资金主要是日本国内的几大金融集团，着眼于在中国市场的长期投资，股市和汇率变动对他们的短期投资影响不明显。

实际上，相比于民间企业，在海外投资中，更受关注的是被称为“中国主权财富基金”的几个政府背景投资管理机构：中国投资有限责任公司、中国华安投资有限公司以及中国社会保障基金理事会¹。这三家机构的海外投资总量信息不透明，资产配置状况也基本处于保密状况。但是可以推测的是，这些机构的海外投资金额远远大于上述的 QDII 的批准额度，资产配置中也一定有相应比例的日元资产。中国投资有限责任公司 2007 年成立之初，可用于海外投资的金额是 1000 亿美元，后来有消息称已追加到 3000 亿美元，并已投资完毕；全国社会保障基金理事会截止到 2012 年年底管理的资产总额已达到 1.1 万亿元人民币，按照 10% 的海外资产配置比例，那么海外投资金额接近 200 亿美元；华安管理的中国外汇储备更可以万亿美元计算。如果按照有人估计的中国外汇储备中 3% 的日元资产配置比例计算，那么上述机构持有的日元资产应该在 1000-2000 亿美元之间。当日汇率和日元资产价值发生波动时，直接和间接地对这些机构的资产负债表将产生较大影响。但上述机构并没有在中国国内市场发行股票和其他金融产品，也不从事国内的金融业务，因此其资产价值即使发生波动，出现亏损，对中国国内金融市场也不会产生什么影响。

表 5：中日两国跨境资本投资状况

日本市场 → 中国市场				中国市场 → 日本市场			
方式	总金额	来自日本市场的规模	来自日本市场的占比	方式	总金额	在日本的直接投资金额	对日元直接投资的占比
外商直接投资	1117.2 亿美元	73.8 亿美元	6.7%	对外直接投资	772.2 亿美元	1.7 亿美元	0.2%
QFII（合格境外机构投资者）	417.45 亿美元	26.50 亿美元	6.3%	QDII（合格境内机构投资者）	850.27 亿美元	N. A.	N. A.

¹ 中国投资有限责任公司（China Investment Corporation）是经中国国务院批准设立的从事外汇资金投资管理业务的国有独资公司，2007 年于北京成立，是全球最大的主权财富基金。业务以境外金融组合产品的投资为主。中国华安投资有限公司（SAFE Investment Company Limited）是中国外汇管理局完全持股的投资公司，在全球范围内管理投资基金，可投资各种金融工具，包括证券、外汇和商品等。全国社会保障基金（National Council for Social Security Fund）是国务院直属机构，负责管理运营全国社会保障基金，部分资产投资于海外市场。

注：外商直接投资和对外直接投资的数字是2012年的投资总额。QFII和QDII的数字是截止到2013年3月的总金额。
资料来源：商务部、证监会和国家外汇管理局公布的数字

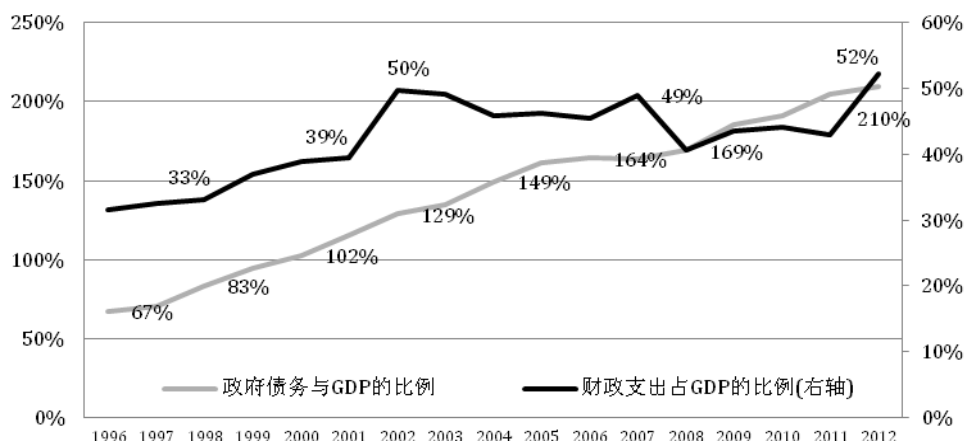
事实上，日本的宽松量化政策对中国金融市场产生的冲击主要来源于非正式渠道流入的“热钱”。日本国内流动性充分，利率低，日元又出现贬值预期，在资本账户开放的情况下，低成本的日元资金会流入回报率高、货币升值预期强烈的新兴市场。2013年1-3月，在中国全部进口额仅增长18.4%的同时，来自香港的进口增加了74.2%，而2010、2011、2012同期的增长率是27.5%、40.5%和5.3%。对于这样异常的进口增长，许多专家认为是国际游资用虚假贸易方式通过香港这个自由港流入中国的表现。这些资金进出的通道比较隐秘，规模难以确定，投机性较强，在外汇和资本市场波动中流向和流量变动频繁，对中国金融市场的稳定性造成很大隐患。这些资金短期的集中流入，会加大中央银行的外汇占款货币发行量，在推动国内物价上涨的同时，也会加大人民币升值的压力。在目前中国物价上涨压力仍然存在，经济增长态势缓慢的情况下，显然加大了政府进行宏观调控的力度。

三、长期中安倍新政对中国溢出效应的分析

在更长的视角下，日本对于中国，和美国与欧盟对于中国是一样的，大国经济间存在着“一荣共荣、一损俱损”的相互依赖关系。安倍经济学如果通过上述极端的手段能够在短期刺激经济恢复增长、在长期顺利推进结构改革提高潜在增长率水平，那么一个相邻大国的经济长期向好必然有助于中国未来外围环境的改善。但是，如果安倍新政的正面效果只是昙花一现，负面效果，包括政府债务负担的快速增长和通货膨胀的持续发生，难以控制，那么日本就可能以全球经济体中最高的政府债务率酝酿一场新的主权债务危机，届时，中国受到的负面冲击也许会比欧债危机更为严重。

1、安倍新政背后的隐患：政府债务失控和结构改革难行

虽然安倍内阁的一系列措施在推出后近半年的时间里，日本的股市和宏观经济都给出了积极的反应，但日本国内反对的声音一直都很强烈。反对的理由是，日本在长期实施财政刺激政策积累了高额政府债务负担的过程中，公共投资对于GDP的正面拉动效应日益减弱，新的财政刺激政策不仅使政府只能继续借债进行融资，而且量化宽松货币政策导致的通货膨胀还将推高名义利率，快速推高政府债务的利息成本。图6给出了日本政府债务总额和年度财政支出与GDP比例的变化趋势。政府债务负担率在1997年亚洲金融危机发生时是67%，之后持续攀升，2012年这个比例达到210%，已经高于希腊、意大利等欧债危机核心国家。财政支出占GDP的比例可以反映经济运行中政府对经济运行的干预程度，这个比例也明显地呈现出上升的态势，在2012年达到了历史最高点。



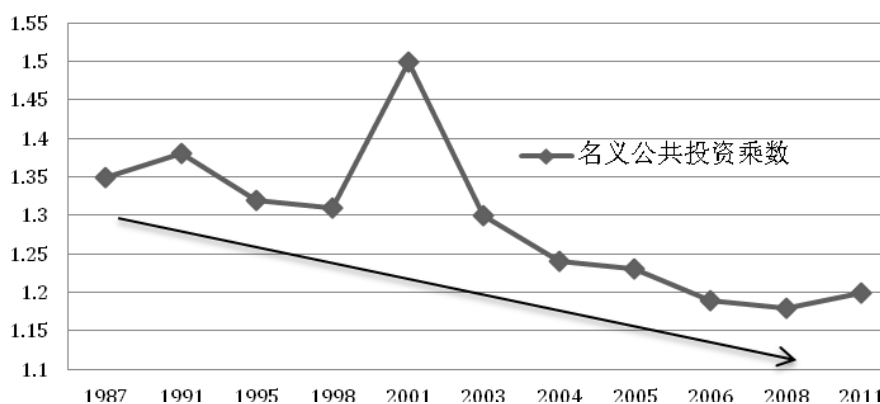
资料来源：日本财务省 <http://www.mof.go.jp>

图 6：日本政府债务总额和年度财政支出与 GDP 的比例

在日本政府不断借助于财政支出挽救经济增长颓势的同时，公共投资对GDP增长的拉动效应却在减弱。根据日本大和综合研究所提供的数据（图 7），对滞后一年的名义GDP增长的公共投资支出乘数在上个世纪 90 年代保持在 1.3 的水平之上，之后持续下降。2008 年金融危机前后，这个数值已经降至低于 1.2 的水平。这一趋势背后的原因是公共投资所形成的社会基础设施资本存量增加，边际生产率递减¹，以及由于对未来经济前景持续的悲观预期，民间投资意愿减弱。

另一方面，安倍政权自身也很清楚，新政成功的关键是以经济结构改革为主的第三只箭——促进民间投资的增长战略。但从目前安倍政权提出的政策措施看，也仍然没有超出通过财政补贴扶持某些特殊产业发展和新技术开发的产业政策窠臼，完全没有对农产品、劳动力市场过于封闭、降低法人税率、政府保护下的服务业生产效率低、加入环太平洋经济贸易组织（TPP）等根本性的问题提出有力度的解决方案。由此，未来通过经济结构转型提高潜在经济增长率的设想也似乎只是建立在空中楼阁之上。

在这一局面下，后安倍新政时代，财政刺激和增长战略无法为经济增长提供足够支撑和乐观的未来预期，政府的债务负担过高就会赋予政府债券较高的风险贴水，这不仅将加大政府继续融资的困难，而且使日本国内持有大量国债的金融机构资产负债表状况恶化²，迅速降低其自有资本充足率，这将会大大减弱日本金融体系历经多年政府注资、机构破产兼并所辛苦建立起来的稳定性，酝酿出债务危机发生的可能性。



资料来源：大和综合研究所，2013 年 2 月研究报告

图 7：公共投资对 GDP 的拉动作用

2、日本主权债务风险与中国经济

日本未来潜在的债务风险对中国经济的影响，需要放在两个大的背景下来进行分析。第一是美国、欧洲、日本三大发达经济体先后实施宽松量化，造成事实上的货币竞相贬值和国

¹ 大和综合研究所首席经济学家熊谷亮丸的研究表明，如果按照多数发达国家一般政府固定资产形成比例是名义GDP2.5%的速度计算，日本 2010 年的实际社会资本存量水平应该是 400 万亿元，但目前这个指标的实际水平估算是 800 万亿日元，几乎高出了一倍。

² 2012 年 3 月底，根据日本银行协会的统计数据，城市银行、信托银行等大型金融机构持有的国债占总资产的比例是 23%，地方金融机构持有国债占总资产的比例是 13%。因此市场利率变化对其资产市场价值的影响很大。

际金融市场流动性泛滥的背景；第二是中国已把资本账户全面开放提上近期日程的背景。在美国金融危机和欧债危机发生时中国相对封闭的金融场所起到隔离风险和缓冲危机影响的作用，在日本主权债务风险爆发时，很可能已经不再存在。这两个背景的叠加，无疑加大了人民币汇率市场化、放松金融体系对内对外规制的难度。

同时也应该看到，日本银行作为一个主权国家的央行，理论上可以不断的发行钞票来还债，因此日本不会陷入到希腊、意大利等主权债务危机国家面临的难以偿债的短期困境之中。另一方面，与欧洲许多国家不同，日本政府的债权人主要是日本民众和国内金融机构，是日元经济体内的债券债务关系，这也是虽然日本政府债务负担高于欧债危机国家，但主权债务评级级别仍然很高的原因。因此即使日本发生与欧洲类似的债务评级下降、偿还和继续发行困难的情况，其存量证券价格下跌，对国际金融市场造成的冲击也会弱于欧债危机。此外，由于日元本身在国际货币地位弱于美元和欧元，中日之间政治关系变幻无常，因此，中国的外汇储备和政府背景的投资基金对外投资中的日元资产比重都比较低，同时日本国内也缺乏中国民众和企业具有广泛投资兴趣的房地产和石油、铁矿石等资源类资产，因此即使日元资产未来出现急剧贬值，对中国政府、企业的资产负债表的影响也将是有限的。

日本主权债务风险对中国经济的负面影响在未来仍然体现在对实体经济的影响上。长期中无法逆转的人口老龄化带来的公共养老金支出负担加重，与包括安倍在内的多届政权实施的财政扩张政策导致政府债务膨胀，如果无法通过经济增长来缓和的话，那么在不久的未来，解决的办法只有一个，增税和紧缩财政支出。而这样，毫无疑问，消费和投资需求将减少，国内有效需求不足的状况继续恶化。虽然在上个世纪 90 年代泡沫经济破灭以来，长期萧条的日本经济早已失去了 70 和 80 年代引领世界经济增长的地位，但日本仍然在汽车制造、电器和机械设备制造、电子产品等领域占据着举足轻重的地位，长期的贸易顺差和对外投资为以美国为代表的低储蓄率国家提供着充足的低成本的资金供给。而现在的日本，电子产品行业的生产商已经失去世界竞争力，曾引领世界最前沿电子产品的索尼、夏普、松下陷入连年亏损状态，国际贸易收支已从 2011 年起连续两年逆差。因此可以想象，日本的政府债务风险的积累，将导致日本国内需求减少、企业对外投资动力不足以及从资金的供给国可能转变为需求国，将对世界经济，尤其是对日本具有巨大影响力的东南亚经济产生极为负面的影响。

总之，通过上面的分析可以看到，日本将在未来不断集聚的政府债务风险使中国面临的出口压力更大，金融和实体经济运行风险更加多样，世界经济格局更加复杂，这对金融危机后潜在增长率水平已呈现下降趋势的中国经济来讲，是一个非常不利的因素。

四、结论

为了摆脱经济长期通货紧缩的局面，安倍政权在日本国内通货复涨（Reflation）派学者的支持下，推出了由大规模的财政支出、激进的宽松货币政策和唤起民间投资的增长战略构成的所谓“安倍经济学”，其核心的构成部分是以 2%通胀率为目标的无限量宽松政策。安倍证券试图通过日本银行购买国债筹措资金，以扩张性的财政支出在短期刺激经济复苏；通过超级宽松量化政策向市场注入流动性，一方面促使日元贬值，改善贸易状况，另一方面，通过通胀，降低实际利率，促进企业投资，提振国民信心和预期。在上述政策有效的前提下，为经济结构改革、国内规制放松、产业扶持等长期增长战略的实施提供时间和空间，从而实现经济复苏的目标。

安倍新政的措施，对中国经济的短期影响表现在由于日元大幅贬值造成的出口困难，以及加剧了世界金融市场流动性泛滥导致的热钱对中国金融体系的冲击两个方面。但因为中日政治关系的恶化和对日贸易在中国外贸比重的不断下降，日元贬值对中国大部分产品的出口

市场的影响有限，非正常通道的“热钱”流入则需要中国政府认真对待。长期中，虽然日本经济的复苏对中国有利，但国内外强烈反对声音表明安倍新政很可能以政府财政债务负担急剧上升而潜在经济增长率难以提高而告终。这种情况下，日本未来将面临与欧洲一些国家相类似的主权债务危机的可能，这为未来的世界经济带来新的不安定因素，也对金融体系将日趋开放、潜在经济增长率出现下降迹象的中国经济产生负面影响。

参考文献：

Joseph E. Stiglitz, 2003, *Lessons from Japan's Economic Malaise*, Project Syndicate.

Paul Krugman, 1998, *What's wrong with Japan? The Official Paul Kruman Web Page*.

—1998, *Japan's Trap*, The Official Paul Kruman Web Page.

片岡鋼士，2013，《安部ノミクスのゆくえ》，光文社新書。

神原謙、末崎毅、稲田清英等，2013，《アベノミクス徹底解説：どうなる公共事業、金融緩和、成長戦略》，朝日新聞WEB新書。

熊谷亮丸，2013，日本経済見通し：アベノミクスに対する4つの懸念を検証する、大和総研レポート。

河野龍太郎，2013，アベノミクスの研究，BNP PARIBAS 政策分析レポート。

—2013，安部政権は非リカーディアン型政府か？問題は大胆な金融政策ではなく、放漫財政政策，BNP PARIBAS 政策分析レポート。

—2013，日本経済の三つのシナリオ：マネタイゼーションか、円安か、成長戦略か，BNP PARIBAS 政策分析レポート。