

主題 | 誰來射出「安倍經濟學」的第三支箭？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

今年，疫情重創日本經濟，日本經濟研究中心預計，日本經濟要到 2024 年才能恢復至疫情前的水準。安倍經濟學的積極寬鬆的貨幣和財政政策都取得了明顯的成果，但到現在構造改革的經濟政策亮點還不多。

之前和大家分析了美聯儲最新的「平均通漲目標」新政，如果經濟和社會不出現大的變化使得通漲快速上升，那麼美聯儲下一次加息時間，可能就不是之前估計的 2023 年，很可能要等到 2025 年，甚至 10 年之後。大家聽了不要覺得不可思議，2008 年美國金融危機到第一次加息用了 7 年時間，而疫情造成的經濟衝擊超過了金融危機。

實際上，過去幾年，特別是今年這幾個月時間，我們已經見證了無數不可思議的事情。例如，美聯儲花了 94 年時間資產負債表才達到 1 萬億美元，從 2009 年開始用了 7 年時間達到 4.5 萬億美元，又在最近一年從不到 4 萬億美元增加到 7 萬億美元。

參考歷史，美國應對衰退可能要把利率降到 -5%。如果不願意採用負利率，繼續保持目前的利率水準，就可能需要讓美聯儲資產負債表繼續上升，到 10 萬億美元甚至更高都不奇怪。在這個過程中，資產價格將在波動中繼續上升。當然，這也會反過來刺激經濟和社會矛盾繼續升級。

如果說全球投資者高度關注美聯儲主席以及他身後的美國總統的一言一行，那麼日本和亞太市場的投資者同樣高度關注日本央行行長以及他身後的日本首相的一言一行。上周另外一件大事就是週五日本首相安倍晉三宣佈因病辭職。

安倍 2006 年首度出任日本首相，任期僅一年就因病辭職，之後在 2012 年 12 月再次接任首相。2017 年，安倍修改自民黨黨章，將總裁任期由「最長兩屆六年」改為「最長三屆九年」，再次連任，到 2019 年 11 月 20 日任職達到 2,887 天，成為日本在任時間最長的首相。

8 月 24 日上週一，安倍的首相任期到達 3,165 天，不考慮上一次因病辭職，連續在任 2,799 天，打破其外叔公曾經創下的連續在任記錄。按計劃，安倍可以擔任首相職務直到明年 9 月。

出乎意料的是，四天後，上週五，安倍宣佈因病辭職。而這一次和 2007 年辭職都是因為「潰瘍性大腸炎」。同一天，曾經出演漫威電影《黑豹》的男主角因結腸癌去世。結腸是大腸的一部分，大腸炎如果持續，有機會演變為大腸癌，而大腸癌是常見病症。在香港癌症病例數量排名第 2 位。

2013 年以來，美國股市上漲接近 150%，而日本股市也上漲了超過 120%。與美國不同的是，日本股市從 1990 年高點不斷下滑到 2012 年。能夠完成這樣大逆轉，最大的功勞就來自於「安倍經濟學」。過去三年，我們通過《鳳凰衛視》每週五晚上的「財經正前方」節目，持續跟蹤點評「安倍經濟學」。簡單來說，其核心就是「三支箭」：

第一支箭：積極大膽的金融政策—大規模量化寬鬆；第二支箭：靈活的財政政策—擴大國家財政支出；第三支箭：構造改革的經濟政策—通過放寬管制來促使並發展民間投資。

安倍在 2015 年 10 月提出「安倍經濟學的第二階段」，也就是新的三支箭，分別是：誕生出新希望的強力經濟；編織夢想的生育支援計畫；與安心相伴的社會保障。不過，大家最關心的還是之前提出的三支箭。事實上，前兩支箭，也就是積極寬鬆的貨幣和財政政策都取得了明顯的成果，但到現在第三支箭的亮點還不多。

1998 年-2012 年日本經歷了長達 15 年的通縮。整體物價指數下降了 4.1%。讓日本經濟走出通縮的陰影，實現 2% 的通漲是安倍經濟學第一支箭的主要目標。安倍任命黑田東彥擔任日本央行行長。通過購買國債等方式，積極向市場投放貨幣。

日本央行的資產負債表從 2013 年初不到 200 萬億日元上升到目前的 665 萬億日元，這超過了日本 2019 年的 554 萬億日元的 GDP 水準。很顯然，日本央行量化寬鬆的力度，遠遠超過了美聯儲和歐洲央行。現在日本央行已經成了日本政府最大的債主，截止到去年 3 季度，日本央行還通過購買 ETF，持有大約 8% 的日本股票市值。

安倍經濟學成功之處主要體現在三個方面：第一，日本央行的量化寬鬆政策改變了日元在金融危機後過度升值的情形，而日元貶值有利於推動日本的出口，促進經濟增長和企業盈利。日本走出了通縮陷阱，2014 年開始通漲指數大部分時間為正增長，同時股市回暖，累積漲幅接近美股，這使得日本家庭的財富顯著提高；

第二，日本政府公共債務對 GDP 比例是全球主要經濟體最高，在 2013 年之後雖然有所增長，但基本保持 235% 左右的水準。此前這一比例處於快速上升的勢頭，可見安倍經濟學促進了經濟增長和財政收入。而這一成績還是在日本企業所得稅從 2012 年的 37% 降低到略低於 30% 的水準上實現的，尤其不容易；

第三，綜合來說，前兩支箭射出之後，日本經濟從 2012 年 12 月至 2018 年 10 月持續增長，長達 71 個月，是二戰結束後第二長擴張期。同期日本的失業率持續下降，在疫情開始前已經降至 2.2%，接近 1990 年的低點。受疫情影響，6 月的失業率為 2.8%，已經相對 5 月的 2.9% 有所改善。

而「安倍經濟學」的爭議之處在於即使到疫情開始前，日本的核心通漲指數依然沒有達到 2% 的目標，而推動日元貶值的做法迎來了外貿競爭對手的批評。而為了縮小財政赤字，日本分別在 2014 年 4 月將消費稅從 5% 增至 8%，2019 年 10 月進一步上調到 10%，這兩次稅改都使得緊隨其後的季度 GDP 由正轉負。

今年，疫情重創日本經濟，第二季 GDP 按年收縮 27.8%，創下 1955 年有紀錄以來最大跌幅，也是日本經濟連續第三個季度萎縮，東京奧運會也被推遲，都使得此前制定的 2025 年實現財政盈餘的計畫被徹底打亂。日本經濟研究中心預計，日本經濟要到 2024 年才能恢復至疫情前的水準。

安倍辭職的新聞公開後，投資者憂慮「安倍經濟學」無以為繼，拖累日經指數回撤 2.65%，回穩收盤時仍下跌 1.41%。這一消息也普遍影響了亞洲股市的表現，作為避險資產的日元，週五升值 1.29%。

在安倍之前，日本很長一段時間幾乎每年換一次首相。以至於政壇出現一個玩笑：日本領導人的臉換太快，外國領導人恐怕記不起日本首相的名字。安倍之所以可以穩坐釣魚臺，為日本政壇帶來穩定。原因之一是在野黨勢力太弱，無法對執政自民黨造成管治威脅；之二則是安倍成功協調了自民黨內派系，避免了內鬥。

安倍在政治穩定方面的才能特別體現在順利運作天皇退位一事上。天皇選擇主動退位在日本歷史上從未有過，在安倍的運作下，實現了皇權的順利交接，這是安倍重要的政治遺產。外交方面，日本既強化了與美國的軍事同盟，也開啟了與中國關係恢復正常的新階段。

安倍退任後，官房長官菅義偉、現任防衛大臣河野太郎、前防衛大臣石破茂、前外務大臣岸田文雄等人已透露有意競逐自民黨總裁，任期到明年 9 月。新首相能否具備安倍的能力，成為日本政壇能否持續穩定的焦點。

一些民調顯示，河野太郎的支持度最高，主要的原因就是目前日本民眾對「外交安保」的關注度超過了對「疫情應對」和「經濟政策」的關注度。河野與安倍在重要議題上一致，包括在與韓國的歷史爭議中採取堅定立場。如果他接任，會被外界視為自民黨延續安倍政策的選擇。

而作為官房長官的菅義偉是政府最高發言人，負責協調政策。若他接任，預計會延續安倍的財政和貨幣刺激措施，領導一個「沒有安倍晉三的安倍政府」。有意思的是，有一種觀點認為如果安倍可以控制住病情，仍然有可能在明年 9 月會再次接任日本首相。如果安倍也有這樣的想法，那麼菅義偉接任的可能性就比較大。

從週一日本股市的回暖表現來看，市場預期在全球疫情衝擊下，任何改變「安倍經濟學」的政策都言之過早，而美聯儲的「平均通漲目標」政策也會迎來其他國家央行的效仿跟進。

日本的貧富差距在發達經濟體並不嚴重，經濟增速緩慢主要還是受到老齡化的影響。與美國社會內部矛盾嚴重不同，未來日本經濟維持現狀的可能性較大。我們估計新的日本首相在控制疫情之後，需要推進「安倍經濟學」的「第三支箭」，也即是實現產業結構改革、提升生育率、加強社會安全保障網建設、進一步鼓勵女性和外國移民進入日本勞動力市場。實際上，「第三支箭」和中國最近討論的「內循環戰略」異曲同工。

當前中美關係處於嚴重對立，日本作為美國的同盟國，受到來自美國的巨大外交壓力。但在打壓華為、TikTok 等中國企業方面，日本並沒有完全照搬美國的要求。安倍和他的內閣成員基本都在努力維護中日關係，避免兩國關係遭到巨大傷害。

當然，最近日本國內也有要求對中國強硬的聲音。客觀來看，這些觀點與美國相比要低調一些，目前還在可控的範圍，並沒有上升到兩國之間的對立交鋒。此外，中日兩國首腦互訪一年一度，日本新首相必然要延續這種良好的互動，加上中日之間還有緊密的經濟合作關係，這些都構成兩國關係穩定的基礎。

免責聲明：本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未 來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。