

# 重点国别跟踪报告

第 8 期

国别风险研究中心

王远卓

二〇一九年五月十日

---

## 日本经济展望

**摘要：**由于对外出口和居民消费同比增速均出现下滑，2018 年日本经济增长放缓，不过受益于政府消费支出持续增加，固定资产投资维持较高增速，经济整体仍维持增长趋势。2019 年全球经济复苏趋缓，美国主导的贸易保护主义抬头，日美贸易摩擦悬而未决。而日本国内经济结构性矛盾并未彻底解决，宏观经济政策工具效果有限，日本经济增长所面临的压力将进一步增加。考虑到安倍政府计划采取与消费税增税配套的新一轮刺激措施，预计 2019 年日本能够维持 1% 左右的经济增速。

### 一、2018 年日本经济回顾

在全球经济复苏放缓和本土自然灾害频发的共同影响下，日本经济增长放缓。Wind 数据显示，2018 年日本出口

增速从上年的 11.8% 降至 4.1%，居民部门消费增速从 1.3% 降至 0.9%，成为拖累经济增长的主要因素；民间固定资产投资增速从上年的 4.5% 升至 4.8%，扩张财政政策下政府消费支出增速从上年的 0.6% 上升至 1.1%，成为带动经济增长的主要动力。全年实际 GDP 增长 0.8%，较 2017 年的 1.9% 大幅下降 1.2 个百分点（见下图 1），也低于年初市场预测的 1.1%。

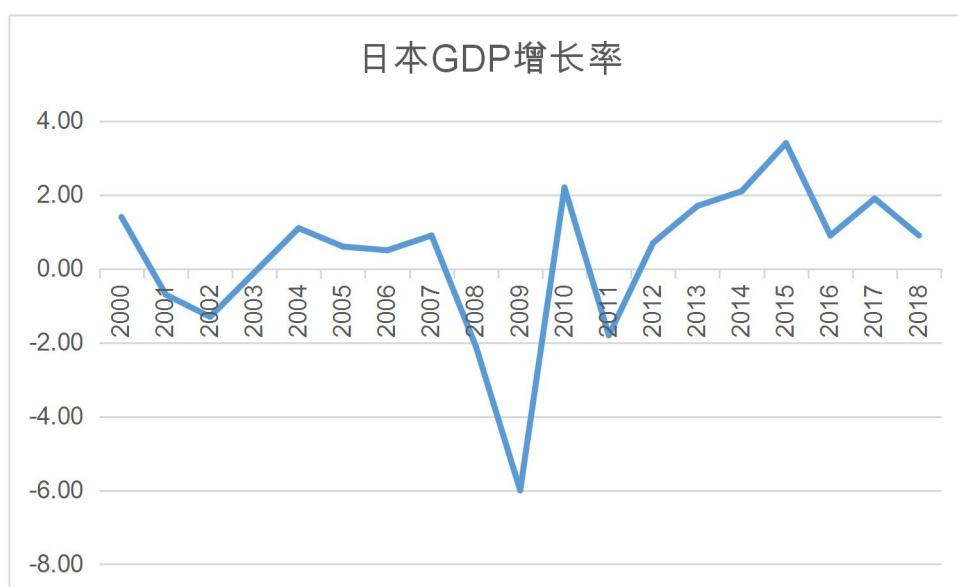


图 1 日本 GDP 增长率 （单位：%）

数据来源：Wind。

对外贸易面临新一轮挑战。由于全球经济仍处在复苏阶段，2018 年日本出口总额为 81.49 万亿日元，同比增长 4.1%；因原油等和大宗商品价格飙升以及自然灾害导致的必需品短缺，日本进口额达到 82.69 万亿日元（见下图 2），同比增长 9.7%。全年贸易逆差 1.2 万亿日元（见下图 3），是自 2015 年以来首次出现贸易逆差。

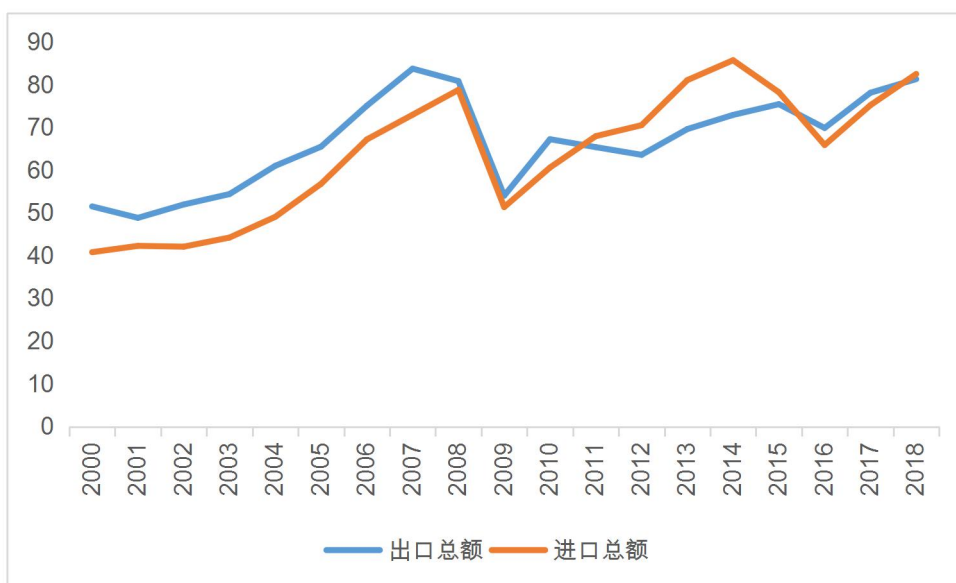


图2 日本对外出口总额和进口总额 （单位：万亿日元）

数据来源：Wind。



图3 日本对外贸易差额 （单位：万亿日元）

数据来源：Wind。

值得关注的是，由于美国主导的贸易保护主义抬头，日美贸易摩擦悬而未决，美国总统特朗普多次声称将对自日本进口的汽车等商品施加重税。2018年9月，日本首相安倍晋三和特朗普就贸易问题进行磋商，并在随后大量增加自美国进口的农产品、能源产品及防卫装备，这些措施为保护日本汽车制造商免遭关税制裁暂时赢得时间，但也导致日本对美

国贸易顺差较上年同期明显下降。在全球贸易摩擦加剧的背景下，日元作为避险货币，其兑美元汇率从 2016 年末的 117.11:1, 升至 2018 年末的 108.73:1(见下图 4), 升值 7.71%, 成为主要发达国家中走势最强的货币。世界银行统计数据显示，2018 年第三季度日元占全球储备的份额升至 4.95%，是自 2002 年以来的最高水平。



图 4 日元兑换美元即期汇率

数据来源: Wind。

量化质化货币政策效果甚微，副作用却日益显现。安倍政府长期维持极度宽松的量化质化货币政策，日本央行表示在国内通胀率达到并稳定在 2% 水平前不会退出极度宽松货币政策。不过到目前为止，量化质化货币政策并没有推动物价水平的持续上升，通货紧缩局面没有得到根本性改善，通胀率仍在低位徘徊，2018 年核心 CPI 仅为 0.9%，远低于日本央行 2% 的通胀目标（见下图 5）。不仅如此，宽松政策的副作用也日益显现：一是国债和股票等金融产品价格出现严

重扭曲，大量央行资金进入股市和债市，推升了市场价格，一旦宽松货币政策转向，势必给金融市场造成巨大冲击；二是受负利率政策影响，金融机构的中介功能下降，部分金融机构亏损程度加剧；三是宽松货币政策大幅降低了政府借债成本，使得日本政府更依赖于财政刺激政策，导致政府债务有增无减，财政重建计划长期搁浅。

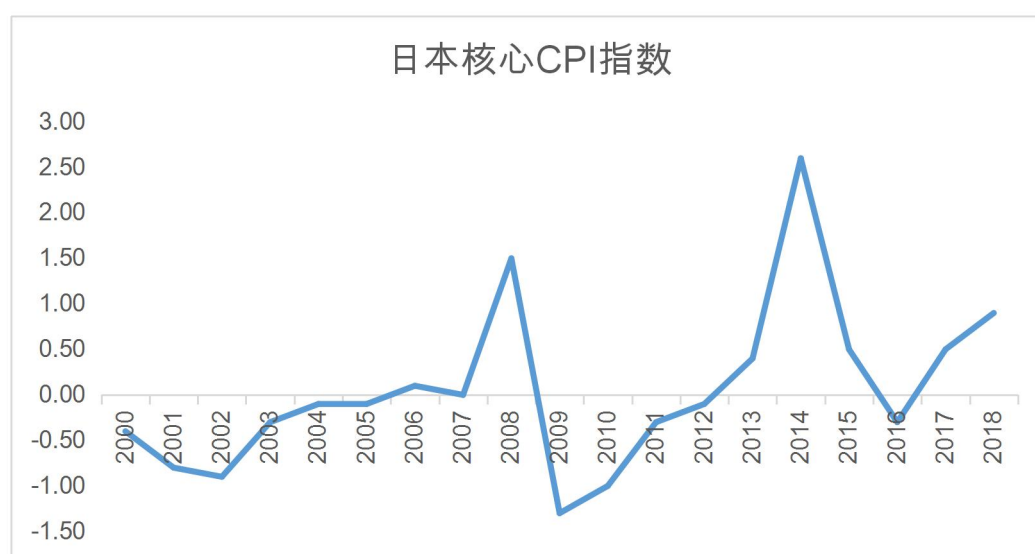


图5 日本核心CPI指数 (单位：%)

数据来源：Wind。

继续维持扩张性财政政策，财政预算收支平衡目标被迫延后。受到人口老龄化影响导致日本社会福利支出迅速增加，以及大额军费开支，日本政府支出持续增长。日本财务省数据显示，从4月1日开始的2018财年，日本政府税收收入预计为58.1万亿日元，一般账户预算支出总计则高达97.7万亿日元（见下图6）。为了应对支出剧增，安倍政府广开税源，开始征收住宿税、出国税等，并计划于2019年10月将消费税率由现行的8%上调至10%。尽管如此，财政赤字缺口

仍在继续扩大，日本财务省预计 2019 年财年财政预算支出总额为 101.5 万亿日元。面对持续扩大的财政赤字规模，安倍政府已将实现基本预算盈余的计划从 2020 财年推后至 2025 财年。

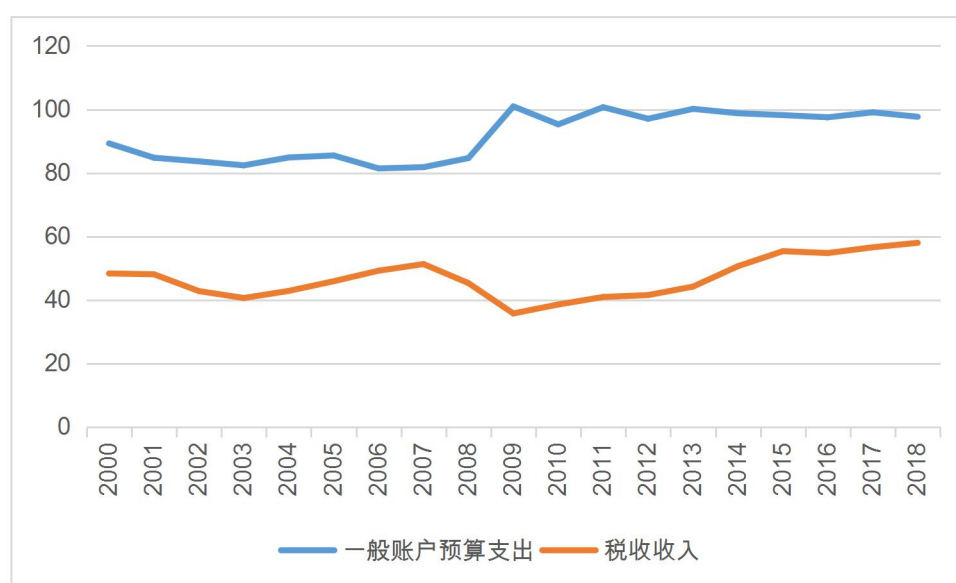


图 6 日本政府一般账户预算支出与税收收入 （单位：万亿日元）  
数据来源：Wind。

老龄少子化问题恶化，严重拖累经济增长。老龄少子化问题是日本经济低迷的主要根源之一。日本总务省人口调查数据显示，至 2019 年 2 月 1 日，日本总人口为 1.2633 亿，较上年同期减少 27 万人，连续 8 年呈下降趋势；65 岁以上老年人口数量达到 3554 万，占总人口的比重超过 28%；15 岁以下人口数量为 1543 万，仅占总人口的 12.2%，占比再创新低。老龄少子化问题对日本经济的负面影响十分显著，IMF 估算受此影响日本经济每年潜在损失 1% 的 GDP 总量。

老龄少子化问题不仅导致劳动力成本不断攀升，甚至导

致劳动力供应严重不足，企业招工困难，特别是从事建筑业和老年护理业等体力劳动者短缺十分明显，日本总务省调查数据显示，2018 年以来招人倍率一直稳定在 1.6 倍以上。近年来，日本每年有近 3 万家中小企业宣布停业，其中接近一半是在仍然盈利的状况下宣布停业的，招工困难是停业的主要原因之一。

## 二、日本经济前景展望

2018 年，日本经济的结构性矛盾并未彻底解决，给未来经济增长前景增加了不确定性。总体看，2019 年日本经济下行压力增大，但仍可能保持低速增长。

外部宏观层面，全球经济下行压力加大。2018 年以来，美国总统特朗普实施大规模的减税刺激政策，短期政府债务负担加剧，财政状况的恶化使美国经济承压；英国脱欧带来的混乱和欧洲政治局面复杂化也增加了经济增长的不确定性；美联储加息和收缩资产负债表，导致全球流动性收缩和回流美国，新兴市场经济体脆弱性上升。2019 年 1 月 21 日 IMF 修订了《世界经济展望》，预测 2019 年全球经济增速为 3.5%，比 2018 年 10 月时的预测值下调了 0.2 个百分点。由于日本经济增长很大程度上取决于全球经济的整体复苏，全球经济下行压力加大将使未来日本经济面临挑战。

日美贸易摩擦可能产生实质性影响。日美贸易摩擦可能

给 2019 年的日本经济造成更多实质性冲击：一方面，美国政府考虑对日本汽车等出口品进一步加征关税；另一方面，新的美国、加拿大、墨西哥自贸协定以及美国和韩国自贸协定的修改，也可能导致日本对美汽车等商品出口额大幅下滑，放大日本贸易逆差额。尽管日美贸易谈判达成协议需要一定时间，但其间的贸易摩擦必然会扰动市场情绪，对日本国内金融市场和实体企业产生负面冲击。

极度宽松货币政策无法持续，通胀目标难以实现。在前任日本央行总裁白川方明任内，由于受到 2008 年全球金融危机和 2011 年日本海啸及核事故影响，日本经济萎缩了 6%。为了提振经济表现和实现 2% 的通胀目标，2013 年黑田东彦接任日本央行总裁，开始实施极度宽松货币政策，不断大规模买入债券和股票等金融资产，向市场注入流动性和试图提升物价水平。从货币政策的实际效果看，黑田东彦的第一任期内日本经济仅增长了 6.7%，平均每季增长 0.31%，日本央行在激活内需与经济增长方面效果有限。

与此同时，近 5 年持续大量购买金融资产使得日本央行资产负债表规模快速膨胀，2018 年 11 月日本央行持有的总资产规模已经高达 553.6 万亿日元（见图 7），约合 4.87 万亿美元，成为继瑞士央行之后全球第二家资产规模超过本国名义 GDP 的央行，也是七国集团（G7）中的首家。日本央行目前总资产约是美联储的 4 倍，约是欧洲央行的 3 倍，其中

国债持有量比 2012 年底暴增了 3 倍，占日本国债市场规模的 45%，超过了银行和其他机构投资者的持有量。从日本央行的资产负债表规模看，宽松货币政策的空间已接近极限。鉴于日本经济复苏仍然面临较大的外部风险，2019 年日本央行不会退出宽松政策，将继续通过附加收益率曲线控制的量化质化宽松政策来刺激经济，实现通胀目标。但在内需不振、日元走强致出口承压的情况下，日本央行似乎已没有什么有力的应对工具，原定 2% 的通胀目标短期内难以实现。

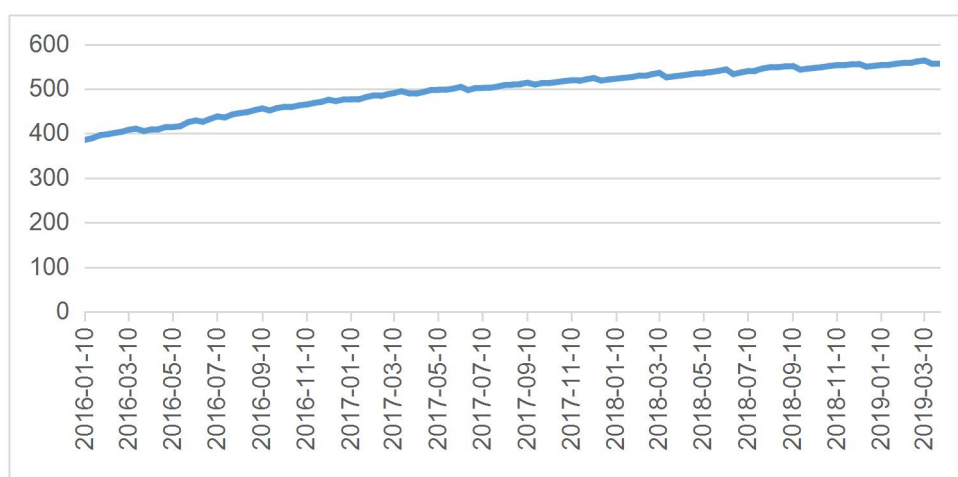


图 7 日本央行总资产规模 （单位：万亿日元）

数据来源：Wind。

政府财政压力较大，财税改革效果尚需时间检验。为增加财政收入，安倍政府计划 2019 年 10 月起将消费税率将由 8% 上调至 10%，居民部门消费可能会进一步降低。为此，安倍政府为增税提前制定了大量的应对措施，比如向低收入家庭或有 2 岁及以下子女的家庭提供购物优惠券，向在中小型零售店中非现金结算的消费者提供补贴，向购买新房和翻新

房屋的民众提供奖励措施等等。同时，安倍政府也一直从提高产业竞争力的角度进行税制改革，努力降低企业部门税收负担，2018 年日本企业法人税率从 37% 降至 29.74%，生产制造业的税负大幅减轻。

安倍政府财税改革的整体思路是，一方面提高居民部门消费税以增加直接税源，另一方面降低企业部门负担税以提高企业活力，通过增加企业部门利润，继而推动工资水平上涨，从而提高居民可支配收入带动消费增长，消费增长和消费税率的提高最终会弥补对企业部门减税造成的财政收入缺口。但安倍政府的财政政策是以经济持续增长和工资水平逐年提高为基础，任何传导环节出问题都可能引起政府财政的进一步失衡。2018 年的春季劳资谈判结果已经表明大部分企业的工资上涨幅度难达预期，而一旦日本央行货币政策转向，依赖低利率政策来控制偿还庞大公共债务的高成本也将愈加困难。

在全球贸易摩擦频现与政治风险迭出的大背景下，2019 年日本所面临的内外部环境将更加复杂，对外贸易面临新一轮挑战，政府财政支出负担有增无减，量化宽松货币政策难以持续并且副作用开始显现，老龄少子化问题日益严重。不过本文认为，当前日本经济仍未偏离复苏轨道：对外出口贸易和国内消费增速有所下降，但仍然保持增长；日本政府积极与美国政府开展贸易磋商，努力缓解两国贸易摩擦；日本

政府已经开始推行包括劳动力市场在内的一系列经济结构性改革，努力增加劳动力供给数量和提高劳动生产率；同时考虑到安倍政府计划采取的与消费税增税配套的财税改革刺激措施，通过降低企业部门税负以增加企业部门利润，继而推动工资水平和居民可支配收入上升带动消费增长，利用消费增长和消费税率提高以弥补政府财政预算支出缺口。