

安倍经济学 1 周年：宽松货币的效果有限

实质在于财政政策支援 景气扩大通过公共投资

池尾 和人 庆应义塾大学教授

要点

- 尽管纠正了日元升值，出口数量仍未见增长
- 宽松货币使长期利率降低、国债顺利消化
- 长期利率降低使银行贷款的盈利空间出现恶化

正值安倍晋三政权诞生 1 周年之际，景气基本处于顺利复苏趋势。不过，相对于近年来日本的景气复苏多为外需主导型，本次的景气复苏则是内需主导型，可以说有些异常。也就是说，自安倍政权成立以来，尽管已进行了约 20% 的日元升值纠正，但出口数量基本未见增长。拉动当前景气复苏的是家庭支出和公共投资。



池尾和人 庆应义塾大学教授

由于对安倍经济学抱有期待，家庭收支的预期大为改善，因此今年上半年的民间消费扩大了。但是，目前实质收入并未随之上涨，因此夏季以后的民间消费增长速度将持续放缓。

与此相对照的是，也包括消费税增税前激增需求的影响，住宅投资依然保持坚挺。另外，公共投资数额的增加大大推动了景气扩大。

早在诞生后不久，安倍政权就编制了上年度补充预算，力图增加公共投资。本年度预算也进行了公共投资的累加。以合计了 2012 年度补充预算和 2013 年度预算的“15 个月预算”为基数，公共事业费高达 7.7 兆日元。

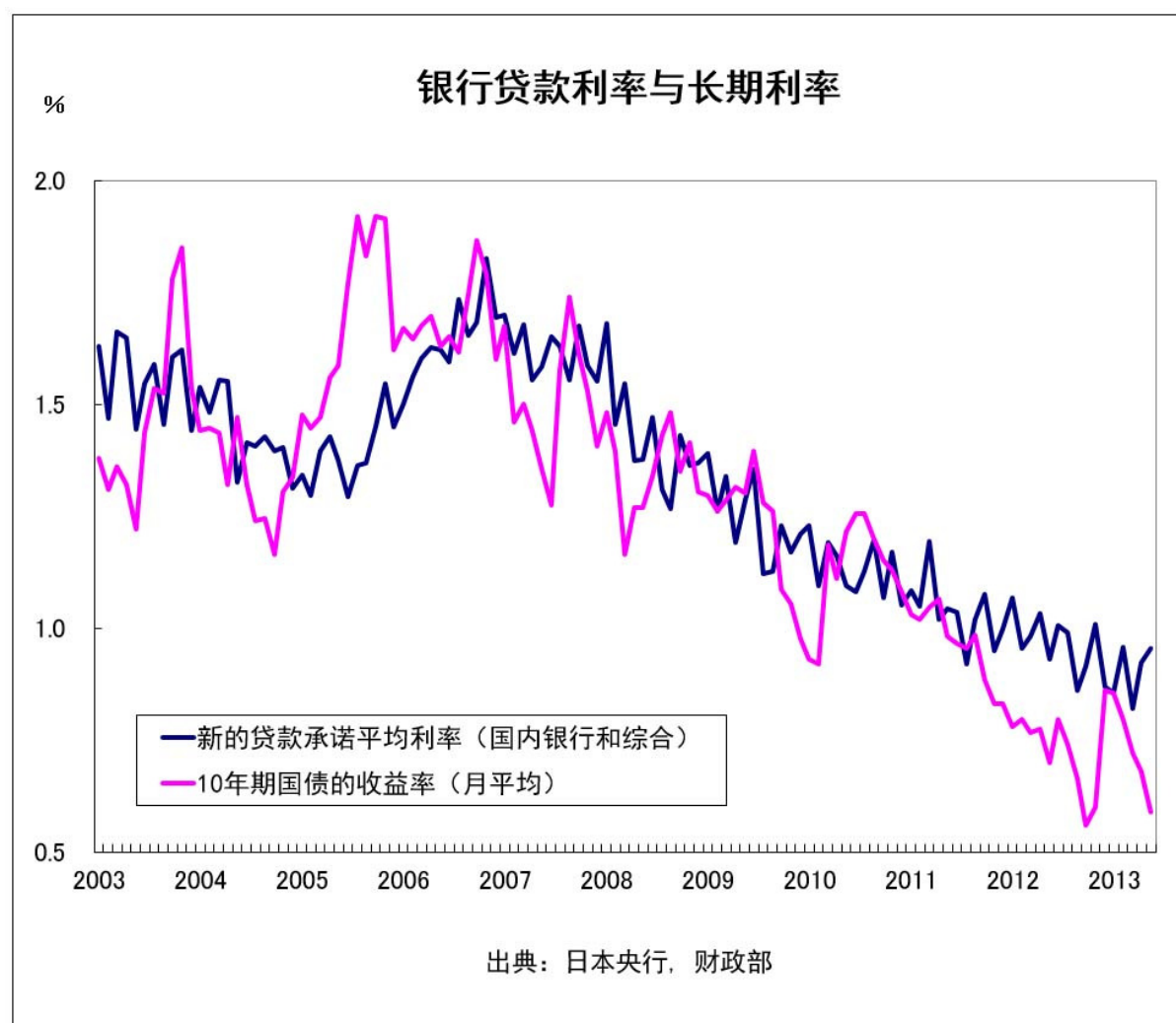
正式实施如此规模的公共投资，促进了景气扩大。总而言之，安倍经济学三支箭中的第二支箭“灵活的财政动用”发挥了积极作用，这也是事实。

动用财政在具有刺激景气效应的同时，也会导致财政收支出现恶化。因此，在财政逆差累积额不断膨胀的过程中，由于受到财政收支的制约，大规模的公共投资无法持

续，近年来被迫进行控制。

尽管如此，本次再度有可能实现公共投资数额的增加却并非因为财政收支得到了改善。财政收支是动用财政的后果，甚至出现了进一步恶化。尽管如此，第一支箭“大胆的宽松货币”使长期利率下降、国债顺利消化。

从这点来看，通过同步实施第一支箭“大胆的宽松货币”和第二支箭“灵活的财政动用”，不管意图如何，实现了利用中央银行的信用进行融资的财政支出扩大这样的财政金融性政策（也称作直升机金钱政策）。



财政金融性政策的实施，具有眼前的景气刺激效应，的确有助于景气复苏。但是，人们担心，虽说由中央银行进行融资，但动用财政带来的财政逆差扩大并未消失，未来成本将极其沉重。

将大胆的宽松货币政策具体化的就是已确定于今年4月4日以后实施的“量化·质化宽松货币”政策。如上所述，其发挥着支援财政动用的作用。但是，暂且不说这个，从宽松货币政策本身的实施效果来看，仅能得到相当有限的评价。

日本银行所指出影响量化·质化宽松货币政策的波及途径主要有三个。第一个波及路径是拉低收益率曲线（Yield Curve）。也就是说，不仅是短期利率，通过下调中长期利率，也能达到刺激景气的效果。

对于下调长期利率，最初日本银行颇感棘手，最近终于成功地实现了利率的稳定下调。

然而，不仅是短期利率，中长期利率在本次的宽松货币政策实施以前都一直处于相当低的水平，

进一步下调的空间原本就极为有限。很可惜，通过微小的利率下调，是很难收获巨大的景气刺激效果的。

第二个波及途径是投资组合·再均衡效果。本次的宽松货币政策名称中带有“质化”字样。这是因为意在购买与从前相比到期前残存期间很长的国债。

长期国债到目前为止是民间金融机构的资产运用重点。通过大量购入长期国债，可鼓励民间金融机构重新考虑投资组合。因为即使持有储备存款来代替长期国债，其收益性也不好，民间金融机构只能倾向于风险更高的资产运用。

但是，迄今为止投资组合·再均衡还尚未动真格，而长期国债的销售额却直接累积到储备存款中。这样的确可以达成日本银行的目标（增加国债持有率，增加基础货币=增加资金供应量），但不能对实体经济产生积极作用。

金融机构之间的竞争很激烈，在融资成本（短期利率）上另加差价后决定贷款利率这样的行动，日本的民间金融机构是不能采取的。贷款利率大致与长期利率挂钩，这是当前现状（请参照图）。

因此，在短期利率还有下降空间的货币宽松政策中，由于长期利率的下降幅度不及短期利率，短期融资长期贷出的银行差价和幅度增大，贷款的盈利空间就可以得到改善。从而鼓励增加贷款。

然而，短期利率达到零这个临界点后的货币宽松政策，就只剩长期利率还有下调空间了，反倒是差价被压缩，盈利空间缩小。盈利空间缩小了，就不能盲目期待银行增加贷款。

最后的第三个波及途径是鼓励期待。具体是在名目利率的下降余地非常小的情况下，通过拉高通货膨胀预期，力求降低实质利率。这是个前所未有的挑战，因此当前的宽松货币政策也可称为“超宽松货币”政策。

不过，增加基础货币便可拉高通货膨胀预期，这在零利率的制约下毫无理论根据。从这点来看，这个波及路径只会变成只要看到中央银行的合作诚意就会改变预期的精神层面途径。

实际上，尽管伴随日元贬值而来的对进口通货膨胀的担忧和兼具消费税上调的方式让短期通货膨胀预期有些许上涨，但还是缺乏证据说明牵动物价持续上涨的中长期通货膨胀预期确实就在上涨。

综上所述，无论是哪个波及路径，均无法看到有获得巨大成效的可能性。因此，不得不说本次的宽松货币政策的效果相当有限。但是，与财政动用同步实施，客观上可以说，其实际支援了财政政策。

即便财政融资性政策运营能持续下去，在宽松货币还需维持期间，其弊端不易显露。问题在于当宽松货币政策不再需要的时候。倘若到时财政健全化的具体时间表未确定，并且金融政策不能顺利退出，就将不得不面临利率猛涨或是通货膨胀严重等风险。

[译自《日本经济新闻朝刊》2013年12月04日刊27页，本文经日本经济新闻社同意翻译转载。]

池尾和人 生于1953年。毕业于京都大学经济系、经济学博士。专业是金融论。