

## 日本国跟踪评级报告

### 本次评级结果

长期外币信用等级: AAi-  
长期本币信用等级: AAi-  
评级展望: 稳定

### 上次评级结果

长期外币信用等级: AAi-  
长期本币信用等级: AAi-  
评级展望: 稳定

### 评级时间

2017年10月10日

### 主要数据

单位: %

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP (万亿美元)	6.20	5.16	4.85	4.38	4.94
GDP 增长率	1.50	2.00	0.30	1.10	1.00
CPI 增幅	0.00	0.40	2.70	0.80	-0.10
失业率	4.35	4.03	3.59	3.38	3.12
人均 GDP (美元)	48603.48	40454.45	38096.21	34474.14	38894.47
财政盈余/GDP	-7.40	-7.23	-5.23	-4.00	-3.92
政府债务/GDP	236.59	240.50	242.11	238.20	239.39
财政收入/政府债务	12.83	12.98	13.49	13.92	13.62
外债总额/GDP	48.63	54.37	56.23	67.19	69.16
CAR/外债总额	38.40	38.81	41.68	35.60	31.53
外汇储备/外债总额	41.92	45.24	45.94	41.86	35.73

注: 1. GDP 增长率为实际 GDP 增长率, 以本币计算, 不考虑汇率变动因素; 2. 财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值; 3. 政府债务为一般政府债务总额; 4. CAR 为经常账户收入; 5. 外汇储备为官方外汇储备。

### 分析师

李为峰 余雷

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

### 评级观点

2016 年, 日本国 (以下简称“日本”) 经济保持低速增长, 通缩压力有所加大, 宽松货币政策对经济的刺激效果愈发不明显; 日本国家发达程度很高, 银行体系保持稳健, 但人口老龄化问题将在一定程度上削弱日本的经济增长潜力; 日本政府财政状况略有改善, 但财政赤字和政府债务水平依然很高, 财政收入对政府债务的保障能力较弱; 日本 2016 年在对外贸易方面实现了近年来的首个顺差, 经常账户也持续保持盈余, 外债水平有所升高但仍处于合理水平, 充足的外汇储备及规模较大的对外净资产对外债的保障能力依然很强。经综合评估, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 确定维持日本长期本、外币信用等级为 AAi-, 该评级结果表示日本的主权信用风险很低, 按期偿付债务本息的能力很强。

未来两年日本经济有望保持温和复苏, 政府债务状况进一步恶化的可能性不大, 政府债务和外债的偿还能力有望保持稳定。经综合评估, 联合资信确定日本长期本、外币评级展望为稳定。

### 优势

- 政治经济体制较为完善, 国家发达程度很高, 经济实力很强;
- 经常账户常年保持盈余, 外部融资实力较强;
- 外债水平适中, 外汇储备和对外资产规模较大, 对外债的保障能力很强。

### 关注

- 内需长期低迷, 经济增长动力不足, 宽松政策对经济的刺激效果愈发不明显;
- 人口负增长及人口老龄化形势日趋严峻, 将在一定程度上削弱日本的经济增长潜力;
- 政府债务水平很高, 财政收入对政府债务的保障能力较弱。

## 一、国家概况

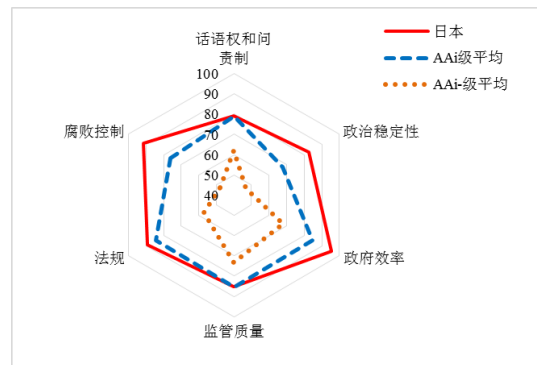
日本国（以下简称“日本”）是位于亚洲东部的一个岛国，领土由北海道、本州、四国、九州四个大岛和 6852 个小岛组成，国土总面积约为 37.79 万平方公里，按行政区域划分为 1 都、1 道、2 府、43 县，首都东京为全国最大的城市。日本全国总人口约 1.27 亿（2016 年），其中大和民族占到 98% 以上，民族构成较为单一。日本的官方语言为日语，官方货币为日元。

日本地处环太平洋火山地震带，火山、地震等自然灾害频发，在一定程度上对其经济发展产生影响。此外，日本的自然资源也较为贫乏，除煤炭、天然气、硫磺等极少量矿产资源外，其他工业生产所需的主要原料、燃料等都要从海外进口，经济发展对外依赖程度较高。

## 二、国家治理

日本是君主立宪制国家，实行以立法、司法、行政三权分立为基础的议会内阁制。天皇为国家象征，无权参与国政。国会是最高权力机构和唯一立法机关，由众、参两院组成。其中，众议院定员 480 名，任期 4 年；参议院定员 242 名，任期 6 年，每 3 年改选半数，不得中途解散。内阁为最高行政机关，对国会负责，由内阁总理大臣（首相）和分管各省厅（部委）的大臣组成。首相为日本最高行政首脑，由国会选举产生并由天皇任命。日本的司法权属于最高法院及下属各级法院，采用“四级三审制”。最高法院院长由内阁提名并由天皇任命，其余 14 名法官由内阁任命，但需接受国民投票审查。

日本是一个多党制国家，主要政党包括自民党、民进党、社会民主党、公明党等。2012 年 12 月，自民党总裁安倍晋三当选日本首相，并在 2014 年提前举行的大选中获得连任。但自 2017 年以来，受一系列政治丑闻影响，安倍政府的支持率持续下滑至 30% 以下，面临着被迫下台的风险，日本政局的稳定性或将因此受到一定影响。



注：所选用的 AAi 级样本为捷克、比利时、韩国和台湾，AAi- 级样本为墨西哥和波兰，以下同。  
数据来源：世界银行

图 1 2015 年日本国家治理能力

在国家治理能力方面，日本政府的行政效率和透明度高，法律法规完善，腐败控制良好，整体国家治理水平较高。但日本政府在人民话语权和政治稳定性方面表现相对较差，主要是由于首相更换较为频繁、国内民众意见和情绪分歧较大所致。总体看，日本的国家治理水平较好，显著高于 AAi 级和 AAi- 级国家的平均水平（见图 1）。

## 三、宏观经济政策和表现

1. “安倍经济学”效果愈发不明显，日本经济增长动力不足

2012 年安倍政府上台后提出了一系列经济刺激政策（即“安倍经济学”），包含旨在消除通缩的超宽松货币政策、扩大内需的财政政策和改善投资、劳动力市场等在内的结构性改革，又被称为“安倍三箭”或“新政三箭”。受此影响，日本 GDP 增速在 2013 年达到 2.00%，为近年来的最高水平。

2014 年，日本政府进一步扩大正在实施的宽松政策，将每年基础货币宽松额度从 60 万亿~70 万亿日元扩大至 80 万亿日元；将国债购买规模从每年的 50 万亿日元扩大至 80 万亿日元，同时将国债的平均持有期限延长至 7~10 年；将交易所交易基金（ETF）和日本房地产投资信托基金的年购买规模分别扩大至 3 万亿日元和 900 亿日元。但受消费税调升及日元贬值影响，日本家庭消费陷入低迷，GDP 增速也跌至 0.30% 的较低水

平。

2015年，“安倍经济学”开始进入第二个阶段，日本政府提出了以发展经济、改善社会保障、支持儿童培育等为核心的“新三支箭”。但受内需疲软、外需不振等因素的影响，2015年日本GDP增速仅为1.10%。

2016年，日本政府的宽松政策持续加码，包括实施负利率、推出28万亿日元的经济刺激计划、将ETF年度购买规模扩大到6万亿日元等，但对经济的刺激效果愈发不明显。2016年，日本GDP总量达到536.82万亿日元（或4.94万亿美元），实际GDP增长率为1.00%，较上年下降了0.10个百分点，经济增长仍然较为低迷。在内需持续疲软的背景下，2016年日本经济的增长主要由出口所带动。具体来看，私人消费同比增长0.40%，为2014年消费税提高以来首次实现正增长；政府消费同比增长1.30%，增速较上年略有下滑；固定资产投资同比增长0.90%，增速较上年明显提升；受国际贸易整体低迷的影响，日本出口总额同比增速仅为1.20%，但由于进口总额同比下滑2.30%，净出口对日本经济增长的拉动作用相对较强。

2017年一季度和二季度，日本GDP同比增速分别达到1.50%和1.40%，较上年同期明显改善，日本经济复苏进程有所加快。

表1 2012年~2016年日本宏观经济表现情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP总量（万亿日元）	494.96	503.18	513.70	529.95	536.82
GDP总量（万亿美元）	6.20	5.16	4.85	4.38	4.94
GDP增长率（%）	1.50	2.00	0.30	1.10	1.00
CPI增幅（%）	0.00	0.40	2.70	0.80	-0.10
失业率（%）	4.35	4.03	3.59	3.38	3.12

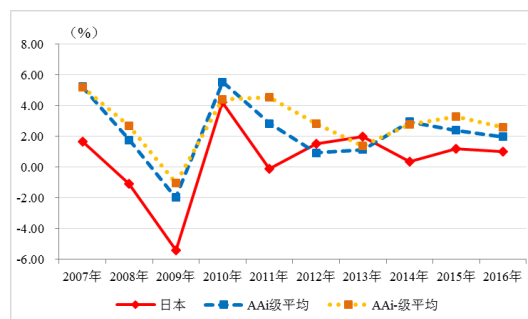
注：1. GDP增长率为实际GDP增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素；

2. 2016年12月，日本修改了GDP的计算方法，根据新的计算方法日本2012年~2016年的GDP增速均有不同程度的上调。

数据来源：日本统计局

2012年~2016年，日本GDP年平均增长率约为1.20%，低于AA<sub>i</sub>级和AA<sub>i</sub>-级国家的平均值（分别为1.90%和2.60%）。波动性方面，日本近十年GDP增长率的标准差为2.50%，高于AA<sub>i</sub>

级和AA<sub>i</sub>-级国家的平均值（分别为2.20%和1.80%），表明日本经济增长的波动性较大。



注：图中IMF公布的2016年数据部分为预测值，可能与日本统计局公布的数据之间存在一定差异，以下同。

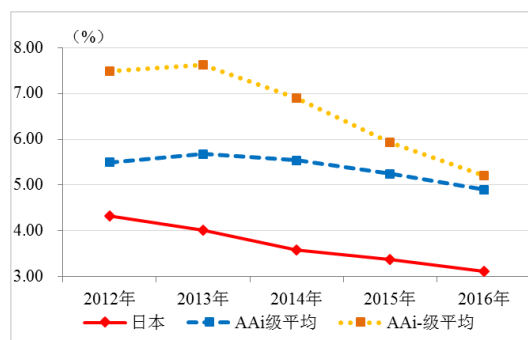
数据来源：IMF

图2 近10年日本GDP增长率

2. 失业率持续降低，但仍面临青年失业率高、劳动人口不足等问题

2016年，日本完全失业人数为208万人，较上年减少14万人，失业率也下降至3.12%，为1994年以来的最低水平，就业形势持续改善。从图3中可以看出，与AA<sub>i</sub>级和AA<sub>i</sub>-级国家的平均水平相比，日本的失业率明显偏低。

另一方面，2016年日本25岁~34岁劳动者的失业率仍处在4%的水平以上，且低薪的兼职员工占比较大，薪资水平上涨乏力，劳动人口不足，就业高龄化趋势愈加显著，日本面临的就业形势仍不容乐观。



数据来源：IMF

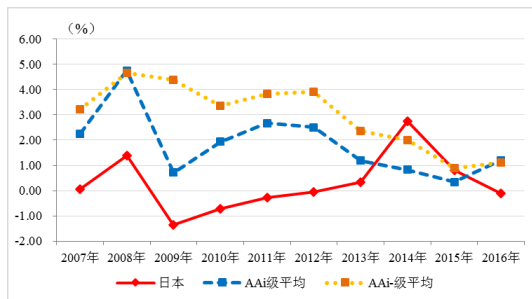
图3 日本失业率

3. 宽松政策对通胀水平的刺激效果持续减弱，通缩压力有所加大

自2013年超宽松货币政策（QQE）提出来

以来，日本多年来的通货紧缩首次转变为了正向通胀，但通缩压力犹存。2015 年以来，受国际能源价格持续低迷的影响，日本通缩压力持续加大，2016 年 CPI 增幅为-0.10%，再次陷入通缩状态。在此背景下，日本央行多次推迟了 2.00% 通胀目标达成时间。从图 4 中可以看出，与 AA<sub>i</sub>-级和 AA<sub>i</sub>-级国家的平均水平相比，日本的通货膨胀水平显著偏低。

2017 年上半年，日本月度 CPI 同比增幅一直保持在 0.50% 以下的水平，通缩状况依然较为严峻。



数据来源：IMF

图 4 近 10 年日本 CPI 同比增长

#### 4. 日本经济未来有望保持温和复苏态势

消费方面，日本政府将原定于 2017 年 4 月上调消费税至 10% 的计划延后至 2019 年 10 月实施，再加上就业状况的持续改善和工资水平的上涨，这些都将是未来两年日本私人消费的增长，政府消费也将受 2018 年大选影响保持持续增长。

投资方面，2016 年四季度日本非金融类企业在新建厂房及新增设备方面的投资金额同比增长 3.80%，表明企业的投资意愿有所增强。在政府大规模经济刺激计划及 2020 年东京奥运会的影响下，日本固定资产投资增速有望加快。

对外贸易方面，美国作为日本最大的出口目的地，其经济形势和政策对日本的对外贸易有着很大影响。2016 年特朗普当选新一届美国总统后采取的一系列经济刺激计划有利于促进美国经济的快速增长，但其退出跨太平洋伙伴关系协定（TPP）及表现出的贸易保护主义倾向或将对日

本的出口及经济增长产生一定影响。

基于以上因素，我们预计日本 2017 年 2018 年的 GDP 增长率将保持在 1% 左右的水平，失业率有望持续下降，通货膨胀仍将保持在较低水平。

#### 四、结构特征

1. 日本经济主要依靠消费驱动，但净出口对经济增长的贡献率有所提升

受经济表现低迷、消费税提升等因素影响，日本居民消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值近年来均呈下降趋势，2016 年分别降至 55.88% 和 19.79%，但两者合计仍占到日本 GDP 总量的四分之三以上，仍是日本经济增长的最主要动力。固定资产投资总额占 GDP 的比值近年来呈小幅上升趋势，2016 年达到 23.16%。净出口占 GDP 的比值近年来呈波动上升趋势，2016 年首次由负转正至 0.97%，较 2012 年提高了逾 2.5 个百分点。总体上看，在国内消费萎靡的背景下，净出口对日本经济发展的贡献率近年来有所提升。

#### 2. 日本产业结构合理，工业发达程度很高

日本三次产业结构近些年总体保持稳定，农业、工业和服务业占 GDP 的比值分别为 1%、28% 和 71% 左右，产业结构整体上处于合理水平。

由于缺乏可耕地，日本农业以精耕细作为主要特征，单位土地产量世界第一，但也面临着耕地面积及农业人口不断减少等问题。日本工业高度发达，主要工业部门包括电子、家用电器、汽车、精密机械、造船、钢铁、化工和医药等，其工业产品在国际市场上具有很强的竞争力，处于世界制造业价值链核心位置。日本服务业也较为发达，主要由金融、零售、餐饮、运输和通讯等部门构成，为日本提供了 60% 以上的就业岗位。

#### 3. 日本金融业高度发达，金融体系健全，但负利率环境使日本银行业盈利水平承压

日本的金融体系由中央银行、民间金融机构、政府政策性金融机构等组成，形成了以中央



银行为中枢、民间金融机构为主体、政府政策性金融机构为补充的模式。日本银行是日本的中央银行，属于法人机构，日本政府持有其 55% 的股份，其主要职能包括发行及管理货币、执行金融政策、担任“最后贷款人”等；民间金融机构包括普通银行（商业银行）、外汇专业银行、长期信用银行、信托银行、证券公司、保险公司等，其中普通银行是日本金融体系的主体；政府金融机构包括邮政储蓄机构、资金运用部、政府银行和公库、海外经济合作中心等，主要支持政府政策主导性融资，由政府保证支付债务本息。日本金融体系坚持专业分工的原则，实行严格的业务领域限制，不同类型的金融机构之间不能相互交叉或呈现出业务分离状况。

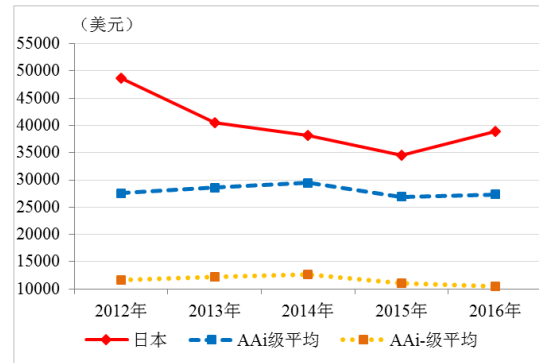
日本金融业实行混业监管，主要由日本金融厅负责对银行业、证券业、保险业及非金融机构进行全面监管。此外，《日本银行法》也授权日本央行与有业务往来的金融机构签订检查合同，基于合同进行检查，但没有行政处罚权。金融厅和央行既明确分工又加强协调是日本宏观审慎监管体系的重要特点。

自 2013 年日本央行实行超宽松货币政策以来，日本多数银行的资产结构由“减少贷款，增持国债”转向“增加贷款，减持国债”，日本银行业实际存款余额、资产负债规模均持续增加。2016 年日本央行推出负利率政策之后，日本银行业的贷款及固收业务受到严重影响，收益率的下行使银行盈利水平持续承压。截至 2016 年三季度末，日本银行业净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）分别为 8.30% 和 0.30%，均较上年同期有不同程度的下滑，盈利能力整体较弱；一级资本充足率为 13.40%，较上年同期上升 0.50% 个百分点，处于较好水平；不良贷款率为 1.40%，较上年同期下降了 0.10 个百分点，资产质量持续改善。总体看，日本银行业的风险较低。

#### 4. 日本经济发达程度较高，营商环境良好

受日元贬值影响，日本人均 GDP 水平近年来总体呈下滑趋势，但在世界范围内仍属于较高

水平。2016 年日本人均 GDP 达到 38894.47 美元，较上年增长逾 10%。与 AA<sub>i</sub> 级和 AA<sub>i-</sub> 级国家的平均水平相比，日本人均 GDP 相对较高（见图 5）。



数据来源：IMF

图 5 日本人均 GDP

日本人类发展指数位于世界领先水平，经济社会发展水平较高。据联合国开发计划署公布的《2016 人类发展报告》，日本 2015 年的人类发展指数为 0.903，世界排名第 17 位（共计 188 个国家），属“极高人类发展水平”国家。根据世界银行发布的《营商环境报告》，日本营商环境在全球 190 个经济体中排名第 34 位，表明日本营商环境较好，对企业吸引力较高。

#### 5. 人口负增长和人口老龄化形势日趋严峻

2016 年，日本出生人口为 98.12 万人，为历史上首次降到 100 万以下，少子化问题进一步凸显；日本总人口则减少了 30.81 万人，连续 8 年保持下降的态势，减幅则创下有史以来的新高。另一方面，日本也是世界上人口老龄化程度最高的国家之一，2016 年 65 岁以上的人口占总人口的比值达到 26.86%，持续创下历史新高。人口负增长和人口老龄化问题使得日本适龄劳动者持续减少、竞争力减弱、创造力不足，导致企业生产效率难以提高，消费能力持续疲软；同时也使得日本用于支付医疗、养老金、护理等方面的支出不断扩大，增加了财政负担。

## 五、公共财政

1. “安倍经济学”下日本政府财政负担持续加重，高额债务和经济增长之间的矛盾不断加剧

自 2012 年“安倍经济学”提出以来，日本政府推出了多个财政刺激方案，再加上养老金支出的持续增加，日本政府财政支出压力持续增大，财政赤字率（财政赤字规模相当于 GDP 的比值）一直仍处在 3% 以上的较高水平，这使得日本政府不得不通过大量发行国债的方式来填补财政赤字，国债依存度<sup>1</sup>持续维持在 30% 以上的较高水平，政府债务水平也一直处于世界前列。

债务高企和经济持续低迷两者之间形成的尖锐矛盾是日本政府所面临的重大问题。2014 年日本政府将增值税从 5% 调升至 8%，这在一定程度上推动了财政收入的增长，缓解了政府的财政收支压力，但却明显削弱了国内消费，抑制了经济增长，削弱了日元贬值带来的企业效益增加，反过来阻碍财政收入的增长，造成增税措施难以有效发挥作用。在经济增长持续低迷的背景下，日本政府已经多次推迟了上调消费税至 10% 的计划，但此举将直接导致财政收入增长不足，而日益加深的老龄化问题带来的社保透支依然需要通过举债来维系，政府债务负担短期内难以得到有效缓解。

2. 财政赤字水平持续降低，但国债偿还支出压力仍然较大

2016 年，日本政府财政收入为 175.07 万亿日元，同比下降 0.37%，财政收入相当于 GDP 的比值为 32.61%，也较上年有所降低（见表 2）。从日本政府财政收支结构来看，税收收入是日本政府财政收入的主要来源，占其财政收入的比重常年保持在 50% 以上，财政收入来源较为稳定。

2016 年，日本的财政支出为 197.84 万亿日元，同比增长 1.79%，财政支出相当于 GDP 的比值为 36.85%，较上年略有提高。从财政支出的结

构看，日本政府的财政支出主要集中于社保支出和国债偿还支出，两者占其财政支出的比重达到 50% 以上；由于安倍政府重视军事实力建设，国防经费支出在财政支出中的比重也长期保持在 5.00% 以上。此外，为刺激经济增长，日本政府 2016 年增加了两项补充预算案，总规模逾 4 万亿日元，主要用于基建投资、低收入者补贴、灾后重建等方面。

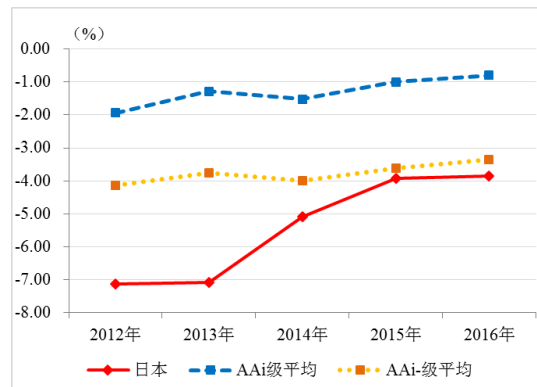
近年来，日本财政赤字规模呈逐年下降之势，2016 年达到 21.05 万亿日元，相当于 GDP 的比值为 3.92%，较上年基本持平，但和 2012 年相比已下降近 3.50 个百分点（见表 2）。与 AA<sub>i</sub> 级和 AA<sub>i</sub>- 级国家的平均水平相比，日本的财政赤字水平较高，但近年来改善明显（见图 6）。

表 2 2012 年~2016 年日本财政状况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
财政收入 (万亿日元)	150.25	157.11	167.74	175.71	175.07
财政收入 /GDP (%)	30.36	31.22	32.65	33.16	32.61
财政支出 (万亿日元)	191.35	195.56	195.41	194.35	197.84
财政支出 /GDP (%)	38.66	38.87	38.04	36.67	36.85
财政盈余 (万亿日元)	-36.62	-36.38	-26.85	-21.22	-21.05
财政盈余 /GDP (%)	-7.40	-7.23	-5.23	-4.00	-3.92

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值，以下同。

数据来源：日本统计局



数据来源：IMF

图 6 日本财政盈余/GDP

<sup>1</sup> 国债依存度是指当年国债发行额占当年中央政府财政支出的比率。根据国际通用的控制指标，国债依存度一般以 15%~20% 为宜。

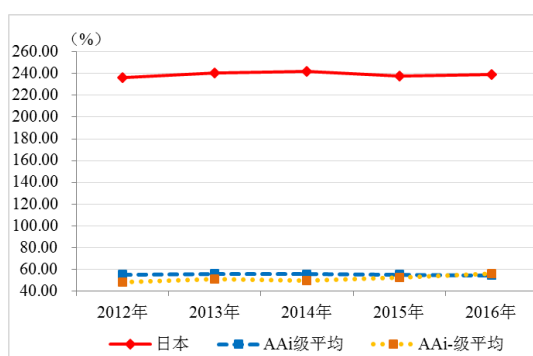
3. 日本政府债务规模庞大且不断攀升  
在积极财政政策和超宽松货币政策的影响下，日本政府债务规模持续增加，债务水平屡创新高。截至 2016 年底，日本一般政府债务规模为 1285.11 万亿日元，较 2015 年底增长 1.80%；一般政府债务总额相当于 GDP 的 239.39%，较 2015 年底增长逾 1 个百分点。与 AA<sub>i</sub> 级和 AA<sub>i-</sub> 级国家的平均水平相比，日本政府债务水平显著偏高。

从政府债务结构来看，日本政府债务中 90% 以上均由国内政府机构、央行及个人持有，其中央行持有国债的占比达到 40% 左右。另一方面，在持续的超宽松货币环境下，日本国债利率长期处在零利率甚至负利率水平，这在一定程度上减少了日本政府的利息支出（国债利息支出占财政总支出的比例由 2012 年的 10.90% 下降至 2016 年 10.20%），有助于缓解其偿债负担。但如果日本央行在未来成功实现 2% 的通胀率，国债利率也必然上升，从而导致日本政府财政状况的恶化。

表 3 2012 年~2016 年日本一般政府债务情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
政府债务总额 (万亿日元)	1171.02	1210.13	1243.73	1262.34	1285.11
政府债务总额 /GDP (%)	236.59	240.50	242.11	238.20	239.39
财政收入/政府 债务总额 (%)	12.83	12.98	13.49	13.92	13.62

数据来源：日本统计局



数据来源：IMF

图 7 日本一般政府债务总额/GDP

4. 财政收入对政府债务的保障能力较弱，未来财政状况仍不容乐观

从财政收入对政府债务总额的保障情况来看，2016 年日本政府财政收入相当于政府债务总额的 13.62%，较上年略有下降，财政收入对政府债务的保障能力较弱。在财政收入增长预期有限、政府债务规模居高不下的背景下，财政收入对于政府债务的保障程度在未来大幅提升的可能性不大，政府债务问题仍将是制约日本主权评级的最主要因素。

## 六、外部融资

1. 对外贸易近年来首次实现顺差，经常账户持续保持盈余

从对外贸易来看，2016 年日本实现进出口总额 15768.88 亿美元，其中出口总额为 8086.08 亿美元，较上年增长 3.05%；进口总额为 7682.80 亿美元，较上年减少 4.91%，主要受国际原油价格下降及日元升值的影响。2016 年，日本实现净出口额 403.28 亿美元，为近年来首次实现贸易顺差，对外贸易状况有所改善。

从经常账户来看，2016 年日本的经常账户收入为 10769.61 亿美元，较上年增长 2.73%；经常账户余额为 1872.65 亿美元，较上年增长近 40%，主要受对外贸易实现扭亏为盈的影响；经常账户余额相当于 GDP 的比值为 3.79%，较上年略有上升，但和 2012 年相比提高了近 3 个百分点，表明其创汇能力有所增强。

表 4 2012 年~2016 年日本经常账户情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
出口额 (亿美元)	9136.14	8303.38	8629.74	7847.11	8086.08
进口额 (亿美元)	10148.13	9554.67	9915.79	8079.87	7682.80
净出口额 (亿美元)	-1011.98	-1251.28	-1286.05	-232.76	403.28
进出口总额/GDP (%)	31.09	34.64	38.25	36.34	31.92
CAR (亿美元)	11583.64	10877.87	11363.03	10483.23	10769.61
CAB (亿美元)	601.17	463.79	363.51	1341.34	1872.65
CAB/GDP (%)	0.97	0.90	0.75	3.06	3.79

注：CAR 为经常账户收入，CAB 为经常账户余额下同。

数据来源：日本统计局，IMF

2. 日本外债水平适中, 规模较大的对外资产有助于增强其外债偿还能力

截至 2016 年底, 日本外债总额为 34161.22 亿美元, 较上年增长 15.99%, 外债总额相当于 GDP 的比值为 69.16%, 较上年增长近 2 个百分点, 但与 AA<sub>i</sub> 级和 AA<sub>i</sub>-级国家的平均水平相比, 日本的外债水平处在可控范围内 (见图 8)。

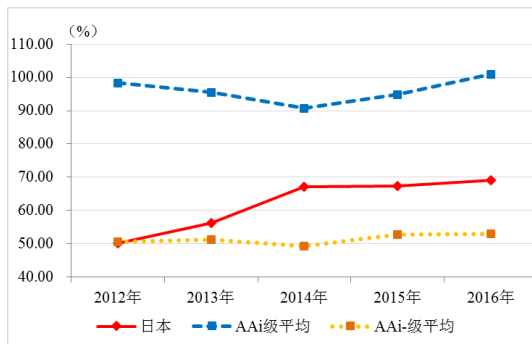
从外债的结构来看, 日本的外债主要由政府外债和金融机构外债构成, 两者占外债总额的比重分别为 30% 和 40% 左右。

从对外资产来看, 日本海外资产庞大, 已经连续多年稳居全球最大债权国之位, 且对外净资产长期为正, 有助于增强日本外债的偿还能力。截至 2016 年底, 日本对外资产总额为 85424.24 亿美元, 较 2015 年底增长逾 8%; 对外净资产为 29888.81 亿美元, 较 2015 年底增长逾 6%。

表 5 2012 年~2016 年日本外债的保障情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
外债总额 (亿美元)	30168.11	28031.53	27265.17	29450.62	34161.22
外债总额/GDP (%)	48.63	54.37	56.23	67.19	69.16
政府外债 (亿美元)	10760.49	9092.40	8722.15	10061.83	10804.28
政府外债/GDP (%)	17.35	17.64	17.99	22.96	21.87
CAR/外债总额 (%)	38.40	38.81	41.68	35.60	31.53
外汇储备 (亿美元)	12647.96	12680.23	12524.94	12327.56	12204.18
外汇储备/外债总额 (%)	41.92	45.24	45.94	41.86	35.73

数据来源: IMF



数据来源: IMF

图 8 日本外债总额/GDP

3. 近年来经常账户收入对外债的保障能力有所减弱, 但充足的外汇储备对外债保障能力依然很强

日本作为世界出口大国, 经常账户收入规模较大, 对外债偿还提供了一定的保障。截至 2016 年底, 日本经常账户收入相当于外债总额的 31.53%, 较上年同期下降了逾 4 个百分点, 经常账户收入对外债的保障能力有所减弱。

外汇储备来看, 日本外汇储备充裕, 常年处于世界第二大外汇储备国的地位。截至 2016 年底, 日本外汇储备规模为 12204.08 亿美元, 较 2015 年底基本持平, 外汇储备相当于外债总额的比值为 35.73%, 较上年下降了逾 6 个百分点, 但仍处于较好水平。

4. 日元汇率逐步企稳, 对外债偿还能力影响不大

汇率方面, 由于“安倍经济学”旨在通过日元贬值刺激经济增长, 美元兑日元汇率自 2012 年的 80 左右持续上升至 2015 年的 120 左右, 贬值幅度高达 50%。2016 年, 英国脱欧、特朗普当选美国总统等“黑天鹅”事件导致全球避险情绪升温, 在此背景下日元作为较为优质的避险资产有所走强, 但随着 2016 年底美联储加息, 日元再度贬值。2017 年以来, 在美元走弱的背景下, 日元汇率逐步企稳, 未来有望持续保持稳定, 对日本外债偿还能力影响不大。



数据来源: 日本央行

图 9 美元兑日元汇率走势

总体看, 日本外债水平适中, 虽然经常账户收入对外债的保障能力有所减弱, 但充足的外汇储备及规模较大的对外资产对外债保障能力依



然很强，不能按期偿付债务本息的可能性很低。

附表 日本主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
<b>宏观数据</b>					
GDP (万亿日元)	494.96	503.18	513.70	529.95	536.82
GDP (万亿美元)	6.20	5.16	4.85	4.38	4.94
实际 GDP 增长率 (%)	1.50	2.00	0.30	1.10	1.00
CPI 增幅 (%)	0.00	0.40	2.70	0.80	-0.10
失业率 (%)	4.35	4.03	3.59	3.38	3.12
<b>结构特征</b>					
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	58.64	58.96	58.42	56.62	55.88
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	20.25	20.17	20.16	19.88	19.79
固定资产投资在 GDP 中的占比 (%)	22.42	23.33	23.93	23.44	23.16
净出口在 GDP 中的占比 (%)	-1.55	-2.32	-2.47	-0.42	0.97
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	1.14	1.10	1.06	1.06	-
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	26.75	26.94	27.65	28.67	-
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	72.11	71.96	71.29	70.27	-
人均 GDP (美元)	48603.48	40454.45	38096.21	34474.14	38894.47
国内总储蓄/GDP (%)	23.56	24.03	24.64	27.00	-
<b>公共财政</b>					
财政收入 (万亿日元)	150.25	157.11	167.74	175.71	175.07
财政收入/GDP (%)	30.36	31.22	32.65	33.16	32.61
财政支出 (万亿日元)	191.35	195.56	195.41	194.35	197.84
财政支出/GDP (%)	38.66	38.87	38.04	36.67	36.85
财政盈余 (万亿日元)	-36.62	-36.38	-26.85	-21.22	-21.05
财政盈余/GDP (%)	-7.40	-7.23	-5.23	-4.00	-3.92
政府债务总额 (万亿日元)	1171.02	1210.13	1243.73	1262.34	1285.11
政府债务总额/GDP (%)	236.59	240.50	242.11	238.20	239.39
财政收入/政府债务总额 (%)	12.83	12.98	13.49	13.92	13.62
<b>外部融资</b>					
进口额 (亿美元)	9136.14	8303.38	8629.74	7847.11	8086.08
出口额 (亿美元)	10148.13	9554.67	9915.79	8079.87	7682.80
净出口额 (亿美元)	-1011.98	-1251.28	-1286.05	-232.76	403.28
进出口总额/GDP (%)	31.09	34.64	38.25	36.34	31.92
外债总额 (亿美元)	30168.11	28031.53	27265.17	29450.62	34161.22
外债总额/GDP (%)	48.63	54.37	56.23	67.19	69.16
政府外债 (亿美元)	10760.49	9092.40	8722.15	10061.83	10804.28
政府外债/GDP (%)	17.35	17.64	17.99	22.96	21.87
经常账户收入 (亿美元)	11583.64	10877.87	11363.03	10483.23	10769.61
经常账户收入/外债总额 (%)	38.40	38.81	41.68	35.60	31.53
经常账户余额 (亿美元)	601.17	463.79	363.51	1341.34	1872.65
经常账户余额/GDP (%)	0.97	0.90	0.75	3.06	3.79
外汇储备 (亿美元)	12647.96	12680.23	12524.94	12327.56	12204.18
外汇储备/外债总额 (%)	41.92	45.24	45.94	41.86	35.73

数据来源: IMF、世界银行、日本统计局。

## 主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA <sub>i</sub>	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA <sub>i</sub>	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A <sub>i</sub>	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB <sub>i</sub>	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB <sub>i</sub>	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B <sub>i</sub>	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC <sub>i</sub>	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC <sub>i</sub>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C <sub>i</sub>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D <sub>i</sub>	已经违约，进入重组或者清算程序。