

日本国

本次评级结果

长期本币信用等级：AA_i-

长期外币信用等级：AA_i-

评级展望：稳定

上次评级结果

长期本币信用等级：AA_i-

长期外币信用等级：AA_i-

评级展望：负面

本次评级时间

2017 年 11 月 2 日

分析师：王倩

邮箱：wangqian@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大
街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级观点

联合评级决定维持日本国（以下简称“日本”）长期本、外币主权信用等级 AA_i-，评级展望上调为稳定。

安倍领导的自民党及其执政盟友公明党在 2017 年 10 月的众议院选举中获胜，从而继续在众参两院保持绝对多数席位，安倍获连任，政治不确定性改善。由于在野党缺乏竞争力，安倍政府有望继续连任至 2021 年，继续推行结构性改革，政策连续性得以维持。受益于国际贸易环境转好，日本出口改善带动经济出现回暖；银行业总体表现依然稳健，超宽松负利率政策对银行业利润水平形成一定侵蚀；财政改革得以继续推进，但由于改革成效尚未显现，传统货币政策手段失灵，依赖财政刺激经济的方式令财政持续承压，政府债务在高位继续上行。较高的经常项目顺差持续，外债规模虽有上升，但庞大的海外资产和充足的外汇储备为外债偿付提供了有力保障。综上所述，日本政府本、外币偿债能力仍维持稳定，主权信用风险很低。

评级调整理由

众议院选举自民党-公明党执政联盟继续保持两院绝对多数议席，安倍连任，修宪进程或加快；中期内尽管“一家独大”政治版图受挑战，但安倍内阁仍具备执政优势，将继续推动其经济及改革目标

2017 年 10 月 22 日，日本提前举行众议院大选。自民党总裁安倍晋三领导的自民党及其执政盟友公明党在众参两院赢得超过三分之二议席，安倍晋三连任日本首相。由于 2017 年 3 月自民党党大会正式决定修改党章，将党总裁任期由“连任 2 届 6 年”延长至“连任 3 届 9 年”；现任安倍晋三将有望打破党总裁不能连任超过两届的规定，长期执政至 2021 年。而在野党方面，由于原最大反对党民进党的瓦解，从其分裂出的两个政党：立宪民主党获得 55 席，成为最大在野党；而选前一度呼声很高的东京都知事小池百合子领导的希望之党仅获 50 个议席，在野党内部分裂使其力量更为削弱，较难与执政党抗衡。

由于本次选举中执政联盟延续在两院三分之二绝对多数席位优势，加上希望之党等部分保守政党此前对修宪持积极态度，已满足发动修宪动议，安倍或加快修宪进程。其核心是修改内容为“放弃发动战争的权利”的宪法第九条，解禁集体自卫权。但另一方面，推动修宪仍面临不确定因素。一是，修宪阵营内部对具体条款的修改仍存在分歧；即使执政联盟及盟友内部达成一致，能否通过还要看全民公投结果，民意走向仍是决定因素。2017 年以来，由于安倍晋三被指为好友的加计学园办学“开绿灯”等问题，对执政的自民党问责声加剧，民调支持率一度下

滑至 2012 年安倍第二次当选以来的最低。同时 2017 年 7 月 3 日，在日本东京都议会选举中，自民党仅获得 127 个议席中的 23 席，遭遇惨败。

而在此次众议院选举中，尽管执政党大获全胜，但安倍内阁的支持率却仍低迷。2017 年 10 月底最新民调显示，安倍内阁支持率仅为 39%，再次低于不支持率。说明安倍及执政党的胜利在很大程度上得益于在野党内部的分裂。在比例代表投票中希望之党和立宪民主党所获总票数已超过自民党，说明安倍政权“一家独大”的政治版图受到挑战。

从目前日本政局看，由于在自民党内缺乏对手以及在野党竞争乏力，安倍在自民党 2018 年党内选举及预计于 2019 年举行的参议院选举中延续优势，保证政策连续性。因此，短期内预计日本政府仍将以恢复经济为目标，继续推进“安倍经济学”，包括继续实施货币宽松政策，加大财政刺激政策力度，在劳动力市场、农业和公司治理等领域寻求结构性改革等。

日本将延续保守化外交政策，加强与地区各国经贸联系

在对外关系方面，日本将延续当前保守化的政策方向。日本与韩国就历史遗留问题部分达成协议，为双边关系部分扫除障碍，日韩有望在安全领域有更多合作。日本将与地区各国加强经贸联系，2017 年中日韩自贸区谈判第 11 轮在中国举行，取得了一定进展。此外，“新安保法案”通过后，日本与美国的安全同盟关系进一步巩固，日本将在海外军事活动中对美国提供更大的支持。其次，围绕钓鱼岛领土争端、历史问题等领域，日本与中国之间的紧张关系不会明显好转，但

进一步大幅恶化的可能也较低。

经济出现回暖迹象，但中长期内仍面临增长乏力的困境

2016 年，日本 GDP 增长 1.0%，与上年 1.1% 增速几乎持平。受工资上涨缓慢、2014 年以来消费税率上调等影响，占 GDP 比重 56% 的居民消费虽然两年来首次摆脱负增长，但也仅增长 0.3%，消费低迷的情况无实质改观。企业投资虽有改善，但政府支出方面，“安倍经济学”遭遇瓶颈，2016 年日本国家税收 6 年来首次出现下跌，财政支出自由度降低，导致政府支出增速由上年的 1.7% 下滑至 1.5%。同时大宗商品价格低位徘徊，净出口对经济的拉动效应持续增强。在超宽松货币政策下，日元兑美元大幅升值，日本 2016 年 CPI 负增长 0.1%。

进入 2017 年，借助外部对机械、汽车及制造业产品需求增加，以及赴日游客人数增

CPI 也将小幅上升至 0.7%。但中长期内，大宗商品价格反弹乏力，以及日元避险作用推动其升值，这些因素决定了短期内通胀无法达到日本央行设定的 2.0% 的目标。

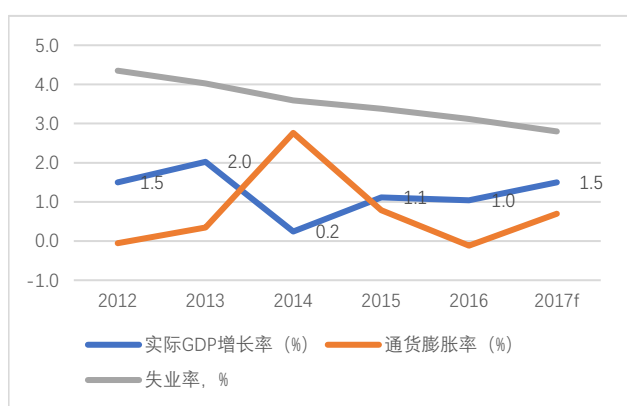
中长期内，日本经济增长的脆弱性犹存。全球经济难以在短时间内有大幅提振，日元兑美元升值压力未消，或进一步削弱日本的出口竞争力。推延至 2019 年实施的消费税第二轮调整也会给居民消费带来不利影响，对 2020 年东京奥运会带来的经济利好形成拖累。从中长期看，受制于人口老龄化、僵化的劳动力市场、产业空心化等结构性问题，日本长期经济增长潜力仍呈下降趋势。结构化改革的力度和成效将成为提振日本经济增长动力的关键因素。

银行业总体表现稳健，超宽松负利率政策对银行业利润水平形成侵蚀

总体而言，日本银行业表现较为稳健，资产质量较好，2016 年 9 月不良贷款率 1.4%，且呈下降趋势。2016-2017 全球竞争力报告中，日本在参评的 138 个经济体中，“金融市场发展”排名 17，“银行业稳健性”排名 29。

但另一方面，银行业盈利状况在日本央行超宽松货币政策背景下承压。因此，在 2016 年 9 月的货币政策会议上，日本央行未如市场预期下调当前负利率水平，而是将刺激政策转向利用收益率曲线控制调节短端与长端利率，继续购买国债直至 10 年期国债收益率保持在零附近。尽管日本央行采取的超宽松货币政策方向有利于刺激经济，推动其通胀目标的实现，但其不断侵蚀银行业利差，对其盈利水平的拖累也是显而易见的。负利率政策环境对国内主要大型银行的影响相对较小，由于其对国内信贷利润的依赖程度较

图 1：日本宏观经济情况



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

长，日本商品及服务出口年同比增长 6.1%，成为拉动 GDP 增长的最大因素。预计 2017 年日本实际 GDP 增长预计为 1.5%，较 2016 年小幅上升 0.5 个百分点。随着经济出现回暖迹象，

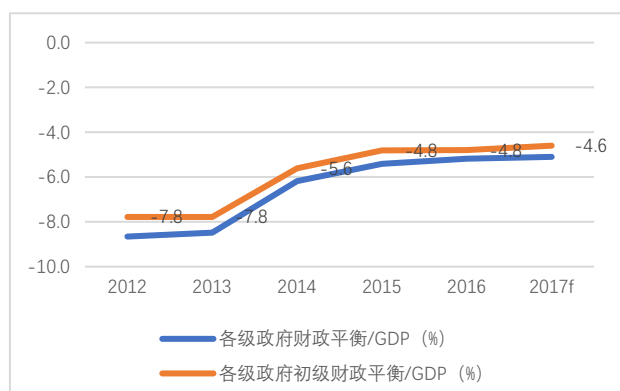
低；对比而言地区性银行面临的利润风险更为敏感。

高企的财政赤字有所改善，但中期内依赖财政刺激经济及财政增收效果有限导致赤字或再次攀升

2016 财年，日本财政赤字占 GDP 比重约 5.2%，较上财年小幅下降；初级财政赤字率约为 4.8%，与上财年持平。近年来日本高企的财政赤字经历了持续下降过程。安倍政府在 2014 年上调消费税率，2015 年开始出售部分政府资产（如 11% 的日本邮政股份等）等措施，均对赤字率收敛发挥了一定作用。日本一直将 2020 年度实现初级财政收支盈余作为国际承诺。为达成上述目标，将 2018 年度之前定位为“集中改革时期”。核心是削减财政支出，包括减少被认为每年将增加 1 万亿日元的社会保障费等。

但目前，安倍政府结构性改革成果尚未显现，传统的货币政策手段调节效果不佳，财政刺激仍是日本政府支撑经济发展的重要

图 2：日本财政平衡状况



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

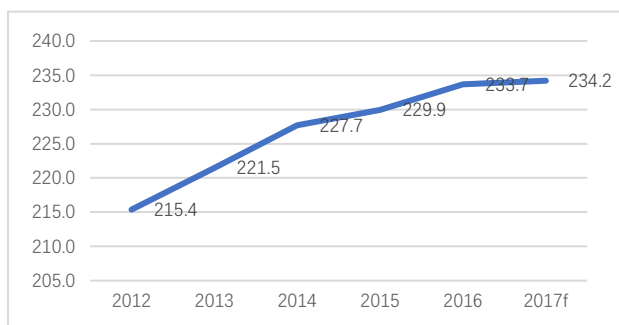
手段。包括 2017 年财政预算中支出创纪录的“发放性奖学金”以及教育领域的一系列支出；以及顾忌居民消费，二次调高消费税计

划一再推迟等。另外，日本老龄化问题带来的劳动人口持续缩减，客观上也导致养老福利支出持续上升。这些均将加大日本财政风险。未来 2-3 年，尽管将控制支出规模，但预计日本政府实行特定财政刺激政策的方向将持续，而税收等结构性改革成效的显现将仍是较长的过程，日元升值压力犹存导致出口企业利润受到挤压，企业税或将进一步下滑，财政赤字及初级财政赤字或将再次攀升至 5% 左右的水平。

持续财政赤字、人口老龄化及财政刺激政策持续推升政府债务负担

日本政府负债率将继续维持在高位，2016 年日本各级政府债务占 GDP 比重为 233.7%，在全球范围内属于极高水平。人口老龄化及安倍政府实施的财政刺激计划将导

图 3：日本各级政府公共债务情况 (%)



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

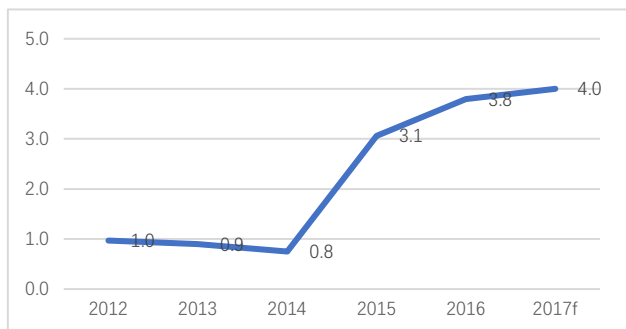
致社会保障和财政开支大幅增加，而政府财政资源有限，二者是导致日本政府债务持续攀升的重要原因。由于日本债务近 90% 为以国债为主的本币债务，国外持有率仅在 10% 左右，短期内遭遇抛售引发债务风险的可能性极小。因此，虽然债务负担加重，但短期内日本本币偿债能力仍维持稳定。

较高的经常项目顺差规模将保持稳定

2016 年，受益于较低的国际油价以及日元走强，日本进口额有较大幅度下降，而出口在国际贸易环境转好的背景下继续回升，拉动贸易顺差规模扩大。经常项目顺差与 GDP 的比率扩大至 3.8%，处于较高水平。短期内，国际油价仍将处于低位，加上日本部分核电站重新启动后减少能源进口，对外贸易将恢复顺差状态。预计 2017 年经常项目余额占 GDP 比重将继续上升至 4.0%。

近年来，因日本政府放宽签证限制以及扩大消费税免税制度等原因，叠加 2020 年东京奥运会等利好，赴日游客增幅较大，旅游业带动服务业逆差逐年缩小，逐步转为顺差。而一级账户方面，由于日本庞大的海外直接和资本投资，将继续维持大幅顺差。因此，日本经常项目将在中期内维持稳定顺差。

图 4：日本经常账户情况



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

外债规模上升，但庞大的海外资产和充足的外汇储备为外债偿付提供了有力保障

根据央行数据，2016 年，日本总外债规模约 3.6 万亿美元，占 GDP 比重为 74.3%，较上年上升 7.1 个百分点，外债总负担有所增加。但另一方面，各级政府外债负担较轻；2016 年日本各级政府外债 1.2 万亿美元，仅占总外债的 33.7%。此外，日本国际储备充裕，2016 年国际储备约 1.2 万亿美元，能够覆盖 20 个月以上的进口用汇需求，且能覆盖各级政府外债。同时，日本拥有庞大的海外资产和国际投资净头寸，加上经常项目持续顺差，均能保障其很强的外币偿债能力。

展望

短期内，安倍成功连任，自民党-公明党政府优势明显，政治不确定性有所改善；经济增长出现回暖，中期经济潜力释放依然有赖于结构性改革的成效；财政整固步伐会继续推进，依赖财政刺激经济的方式令财政持续承压，政府债务或将在高位继续上行，但日本庞大的金融资产仍将对债务偿还形成较强保障。因此，联合评级对未来 1-2 年日本本、外币主权信用评级展望上调为稳定。

日本信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f
名义 GDP (十亿美元)	6,204.6	5,160.4	4,851.8	4,379.5	4,937.7	4,931.0
人均 GDP (美元,PPP)	37,352.0	39,137.5	39,528.7	40,826.1	41,820.0	43,520.0
实际 GDP 增长率 (%)	1.5	2.0	0.2	1.1	1.0	1.5
通货膨胀率 (%)	-0.1	0.3	2.8	0.8	-0.1	0.7
国内信贷增长率 (%)	3.3	4.8	4.0	1.8	5.3	6.1
M2 增长率 (%)	2.5	3.6	3.4	3.7	3.5	4.8
各级政府财政平衡/GDP (%)	-8.7	-8.5	-6.2	-5.4	-5.2	-5.1
各级政府利息支付/GDP (%)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	-7.8	-7.8	-5.6	-4.8	-4.8	-4.6
各级政府总债务/GDP (%)	215.4	221.5	227.7	229.9	233.7	234.2
总外债/GDP (%)	48.6	54.3	56.2	67.2	74.3	
经常项目余额/GDP (%)	1.0	0.9	0.8	3.1	3.8	4.0
国际储备/总外债 (%)	42.0	45.2	46.2	41.9	33.2	

数据来源：联合评级主权数据库

注：财政数据为财政年度，截止时间为每年的 3 月 31 日，f 表示预测值