

日本国 2020 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

 长期本币信用等级: AA_r-

 长期外币信用等级: AA_r-

评级展望: 稳定

上次评级结果:

 长期本币信用等级: AA_r-

 长期外币信用等级: AA_r-

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2020 年 12 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师: 程泽宇 张敏

 邮箱: 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 (100022)

 网址: www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	AA _r -		本币评级结果	AA _r -
外币指示评级	AA _r -		外币评级结果	AA _r -
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	A	国家治理		A
		宏观经济政策和表现		A
		结构特征		E
公共财政实力	d	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	e
			政府债务负担	e
			政府偿债能力	g
外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	a
			外债压力	c
			外债偿付能力	e
调整因素和理由				调整子级
--				--

注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果。

¹ 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作(可能无)和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对日本国（以下简称“日本”）的主权信用进行了跟踪评级，确定维持其主权长期本、外币信用等级为 AA_1 ，评级展望维持“稳定”。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。

2019年，安倍所在的执政联盟在7月的参议院选举中再次获得多数席位，政局稳定性进一步加强；但日韩贸易争端和日俄领土争端使得地缘政治风险小幅上升。宏观经济方面，日本经济继续保持低速增长，因人口老龄化和国内消费动力不足，超宽松的货币政策也无法有效激发经济活力；日本的物价水平进一步下降，存在一定通缩风险；就业市场继续保持良好运行，失业率与上年基本持平。结构特征方面，日本人均GDP小幅提升，全球竞争力有所增强；银行资本充足且坏账率极低，银行体系抵御风险的能力很强。公共财政方面，政府通过开征消费税有效增加财政收入规模，使财政赤字水平小幅回落，财政收支结构更趋平衡，但政府债务依旧居高不下，财政收入对政府债务的保障能力较弱。外部融资方面，受全球贸易环境趋紧以及日韩贸易摩擦升级的影响，日本经常账户收入水平小幅下降；在外债水平小幅升高的背景下，经常账户收入和外汇储备对外债总额的保障能力小幅下降。

2020年以来，时任日本首相安倍晋三因病辞任，随后日本内阁官房长官菅义伟获得胜利，菅义伟上台后继续延续安倍时期的政策主张，保证了政局的稳定性。日本政府在新冠疫情暴发后采取了积极有效的防控举措，首先将公共卫生防御升级至全国紧急状态，加强了居民间的社交隔离，日本政府在疫情防控上可圈可点。但由于各国政府均采取限制国际人员和物品流动的隔离举措，导致海外需求萎缩以及产业链、供应链断裂，给外向型的日本经济带来巨大冲击，预计2020年日本实际GDP增速会下滑至-5%左右，而2021年有望逐步复苏回暖。由于日本政府进一步加码财政救助方案，预计财政赤字将继续走扩且政府债务压力进一步上升。此外，受外部贸易环境恶化影响，日本的经常账户盈余可能收窄，外债负担可能小幅增大。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 日本国家治理能力依旧保持较高水平，且国家竞争能力进一步增强

从国家治理能力看，根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2018年日本各项治理能力指标百分比排名均值为88.4，与上年基本持平，且显著优于 AA_1 级和 AA_2 级国家平均水平。其中，政府效率和法律法规制度得到明显改善，但腐败控制和政府稳定性指标小幅下降。2020年8月，日本首相安倍因个人健康问题而辞任首相职务，随后于9月举行的自民党总裁选举中，日本内阁官房长官菅义伟获得胜利。菅义伟上台后继续延续安倍时期的政策主张，保证了政局的稳定性以及政策的可持续性。

从国家竞争力来看，2019年日本人均GDP上涨至40,846.8美元，远高于 AA_1 级以及 AA_2 级

国家平均水平，在世界仍处于较高水平，日本经济发达程度较高。2019 年日本的全球竞争力指数得分为 82.3，位居全球第六名。此外，近两年日本的通信、金融、零售等行业企业积极进军海外市场，国际直接投资呈现迅速增长之势。2019 年，日本武田制药成功收购爱尔兰制药巨头希尔制药集团，使日本国际直接投资流出规模进一步上升至 2,200 亿美元以上，占全球份额的 17.3%，连续两年稳居世界第一，国家竞争能力进一步增强。

2. 日本银行体系较为稳定，抵御外部金融风险冲击的能力较强

日本银行体系较为稳健，日本金融厅要求各银行严格遵守《巴塞尔协议 III》的规定，设定更高的资本储备要求并计提资本防护缓冲资金，以提高银行抵御风险的能力。2019 年三季度，日本银行资本充足率上升至 17.3%，较上年增长 0.3 个百分点，银行流动性保持宽裕；银行一级资本充足率保持在 15.3%，远高于《巴塞尔协议 III》6%的要求；银行不良贷款率继续保持在 1.1%的低位，坏账风险极低。另一方面，日本央行继续维持超宽松的货币政策，将基准利率维持在-0.1%，导致银行盈利能力继续承压，2019 年三季度日本银行的 ROA 和 ROE 分别下降至 0.2%和 6.1%，较上年分别减少 0.1 和 1.2 个百分点，虽然盈利能力小幅下降但整体抵御外部风险冲击的能力较强。

主要关注：

1. 日本面临经济低迷与通货紧缩并存的困局，新冠疫情暴发进一步加剧日本经济的衰退

自安倍政府上台以来，主要通过“安倍经济学”的量化宽松货币政策、扩大财政公共支出以及振兴民间投资的“三只箭”，实现扭转日本通货紧缩颓势以及盘活经济增长活力的目的。但是，2019 年日本经济依旧处于低增长和低通胀的疲软态势，实际 GDP 增速仅为 0.9%，远低于 AA_i 和 AA_i-级国家平均水平；CPI 增幅下降至 0.5%，较上年减少 0.5 个百分点。一是因为日本人口老龄化严重，造成国内市场需求端疲软。负利率及超宽松的货币政策并没有对经济增长产生提振作用，反而使得经济陷入“流动性陷阱”；安倍经济学并未有效实现创造财富效应的良性循环，2019 年私人消费对经济增长的贡献度下降至 55.2%，较上年减少 0.5 个百分点。二是贸易争端拖累日本外部经济表现。2019 年 7 月，日本宣布对出口韩国的三种半导体原材料加强管控，并将韩国移出出口“白色清单”。随后日韩之间开启的贸易战，不仅使两国政治关系陷入二战后以来的低谷，经济与贸易上也陷入了一损俱损的局面。2019 年，日本贸易盈余较上年度进一步下降至 45.8 亿美元，连续两年低于 50 亿美元，贸易对经济的拉动作用趋于疲软。

新冠疫情暴发后，安倍政府将公共卫生防御举措升级至全国紧急状态，造成各行各业停工停产，直接拖累了国内消费和投资的表现，二季度日本家庭消费同比大幅下滑 11.3%；此外，由于各国政府均采取限制国际人员和物品流动的隔离举措，导致全球需求萎缩以及产业链、供应链断裂，给外向型的日本经济带来巨大冲击，二季度日本净出口由正转负并下滑至-2.2 万亿日元，创自 2014 年四季度以来新低。整体看，新冠疫情使日本经济陷入严重衰退，二季度实际 GDP 同比增速下滑至-9.0%，创 1980 年有数据统计以来新低。

2. 日本政府债务长期高企，疫情后政府加大财政救市力度，政府债务偿付压力进一步增大

受日本经济长期低迷以及人口老龄化日趋严重的影响，政府采取扩大财政支出以及减少税收的举措，使日本政府债务规模屡创新高。2019 年，日本政府债务总额上升至 1,325.6 万亿日元，相当于 GDP 的比重高达 237.7%，较上年增加 0.6 个百分点，达到近 5 年以来最高。与 AA_i-级和 AA_i 级国家平均水平相比，日本政府债务水平显著偏高，在全球范围内亦处于较高水平。同期，日本财政收入相当于政府债务的比重为 14.3%，与上年基本持平。虽然日本政府债务的偿付压力极大，但政府债务中约 90% 以上为政府、央行以及国内居民所持有，其中央行持有占比高达 40%，表明日本政府债务安全性较高，短期内遭遇抛售并引发债务危机的风险很低。

为缓解新冠疫情带来的经济衰退，安倍政府进一步加码财政政策，通过了总规模达 108 万亿日元（约合 9,902 亿美元）的紧急经济救助计划，该救助计划规模相当于日本 GDP 总量的 20%。空前的财政救助规模进一步加剧政府的债务压力，预计 2020 年日本政府财政收支结构会严重恶化，债务水平会进一步上升至 260% 左右，政府债务的偿付能力也将进一步削弱。

3. 日本外债水平呈现上涨趋势，外债偿付实力受疫情拖累影响而进一步削弱

截至 2019 年末，日本外债总额达到 4.2 万亿美元，相当于 GDP 的比重高达 81.9%，较上年增长 1.2 个百分点。从外债期限看，日本短期外债占比为 30.1%，较上年增长 2.3 个百分点，短期债务偿付压力增大。从外债结构看，日本外债主要以公共外债为主，政府和央行外债占比合计为 41.7%，其次为金融机构（33.6%）和其他部门（22.9%），外债结构较为稳定。从偿付实力看，经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度分别为 29.5% 和 31.3%，分别同比下降 1.7 和 0.3 个百分点，表明日本外债偿付实力有所削弱。新冠疫情蔓延拖累日本对外贸易、国际直接投资以及外部供应链的表现，预计经常账户收入和外汇储备面临缩水风险，外债偿付实力将进一步削弱。但考虑到日元具有国际储备货币地位，在一定程度上减轻对外债的偿付压力。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级：

1. 菅义伟政府稳定性大幅下降，日本政局再次出现“扭曲国会”局面，导致前期政策的可持续性下降，对疫情防控和经济复苏产生不利影响；
2. 日本疫情二次暴发且持续时间较长，政府被迫采取长期的经济封锁举措，造成经济的严重衰退；
3. 政府救市的边际效应递减，货币政策量化宽松的“流动性陷阱”效应边际递增，财政政策继续加码加重政府债务负担，面临经济停滞和债务激增的困境。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 新任政府防控得当且未出现疫情二次暴发，并有效激发消费、投资和贸易的活力，日本经济显著复苏；
2. 政府进行财政结构改革，有效平衡财政收支结构和缓解政府债务压力。

附件 1:

日本主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
名义 GDP (万亿日元)	557.7	549.0	545.1	536.0	531.3
名义 GDP (万亿美元)	5.2	5.0	4.9	4.9	4.4
实际 GDP 增速 (%)	0.7	0.3	2.2	0.5	1.2
CPI 增幅 (%)	0.5	1.0	0.5	-0.1	0.8
失业率 (%)	2.4	2.4	2.8	3.1	3.4
结构特征					
人均 GDP (美元)	40,846.8	39,304.0	38,342.7	38,804.9	34,568.9
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	55.2	55.7	55.4	55.7	56.6
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	20.0	19.8	19.6	19.9	19.8
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	24.6	24.3	24.0	23.4	24.0
净出口占 GDP 的比值 (%)	0.2	0.2	0.9	1.0	-0.4
第一产业占 GDP 的比值 (%)	-	1.2	1.2	1.2	1.1
第二产业占 GDP 的比值 (%)	-	29.1	29.2	29.0	29.0
第三产业占 GDP 的比值 (%)	-	69.3	69.0	69.4	69.3
银行业资本充足率 (%)	17.3	17.0	16.7	16.2	15.9
银行业不良贷款率 (%)	1.1	1.1	1.2	1.4	1.5
银行业 ROA (%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
银行业 ROE (%)	6.1	7.3	8.1	8.3	8.9
进出口总额/GDP (%)	35.0	37.4	35.3	32.1	36.3
国内总储蓄/GDP (%)	27.9	28.0	28.1	27.4	27.1
65 岁及以上人口占比 (%)	28.0	27.6	27.1	26.6	26.0
公共财政					
财政收入 (万亿日元)	189.7	185.9	186.7	183.6	181.8
财政收入/GDP (%)	34.0	33.9	34.3	34.3	34.2
财政支出 (万亿日元)	206.2	203.5	204.0	203.4	202.0
财政支出/GDP (%)	37.0	37.1	37.4	37.9	38.0
财政盈余 (万亿日元)	-16.5	-17.6	-17.3	-19.8	-20.2
财政盈余/GDP (%)	-3.0	-3.2	-3.2	-3.7	-3.8
政府债务总额 (万亿日元)	1,325.6	1,301.8	1,280.9	1,266.7	1,230.3
政府债务总额/GDP (%)	237.7	237.1	235.0	236.3	231.6
政府债务净额 (万亿日元)	857.5	841.1	823.4	817.7	785.3
政府债务净额/GDP (%)	153.8	153.2	151.1	152.6	147.8
财政收入/政府债务 (%)	14.3	14.3	14.6	14.5	14.8
外部融资					
出口总额 (亿美元)	9,048.8	9,298.3	8,755.1	8,115.2	7,847.1
进口总额 (亿美元)	9,003.0	9,284.2	8,378.8	7,710.8	8,079.9
净出口 (亿美元)	45.8	14.1	376.4	404.4	-232.8
经常账户收入 (亿美元)	12,463.5	12,533.3	11,743.6	10,949.9	10,503.3
经常账户余额 (亿美元)	1,845.4	1,761.0	2,031.7	1,970.5	1,364.7
经常账户余额/GDP (%)	3.6	3.5	4.2	4.0	3.1

国际投资净头寸（亿美元）	33,392.8	30,803.8	29,166.4	28,792.4	27,152.1
国际投资净头寸/GDP（%）	64.8	62.0	60.0	58.4	61.9
外债总额（亿美元）	42,207.5	40,125.9	35,995.2	34,201.6	29,450.6
外债总额/GDP（%）	81.9	80.7	74.1	69.4	67.1
政府外债总额（亿美元）	14,663.7	13,816.0	12,098.0	10,982.8	10,061.8
政府外债/外债总额（%）	34.7	34.4	33.6	32.1	34.2
经常账户收入/外债总额（%）	29.5	31.2	32.6	32.0	35.7
经常账户收入/政府外债（%）	85.0	90.7	97.1	99.7	104.4
外汇储备（亿美元）	13,224.4	12,704.7	12,641.4	12,165.2	12,331.0
外汇储备/外债总额（%）	31.3	31.7	35.1	35.6	41.9
外汇储备/政府外债（%）	90.2	92.0	104.5	110.8	122.6

数据来源：世界银行、IMF、日本国家统计局、日本央行，联合资信整理

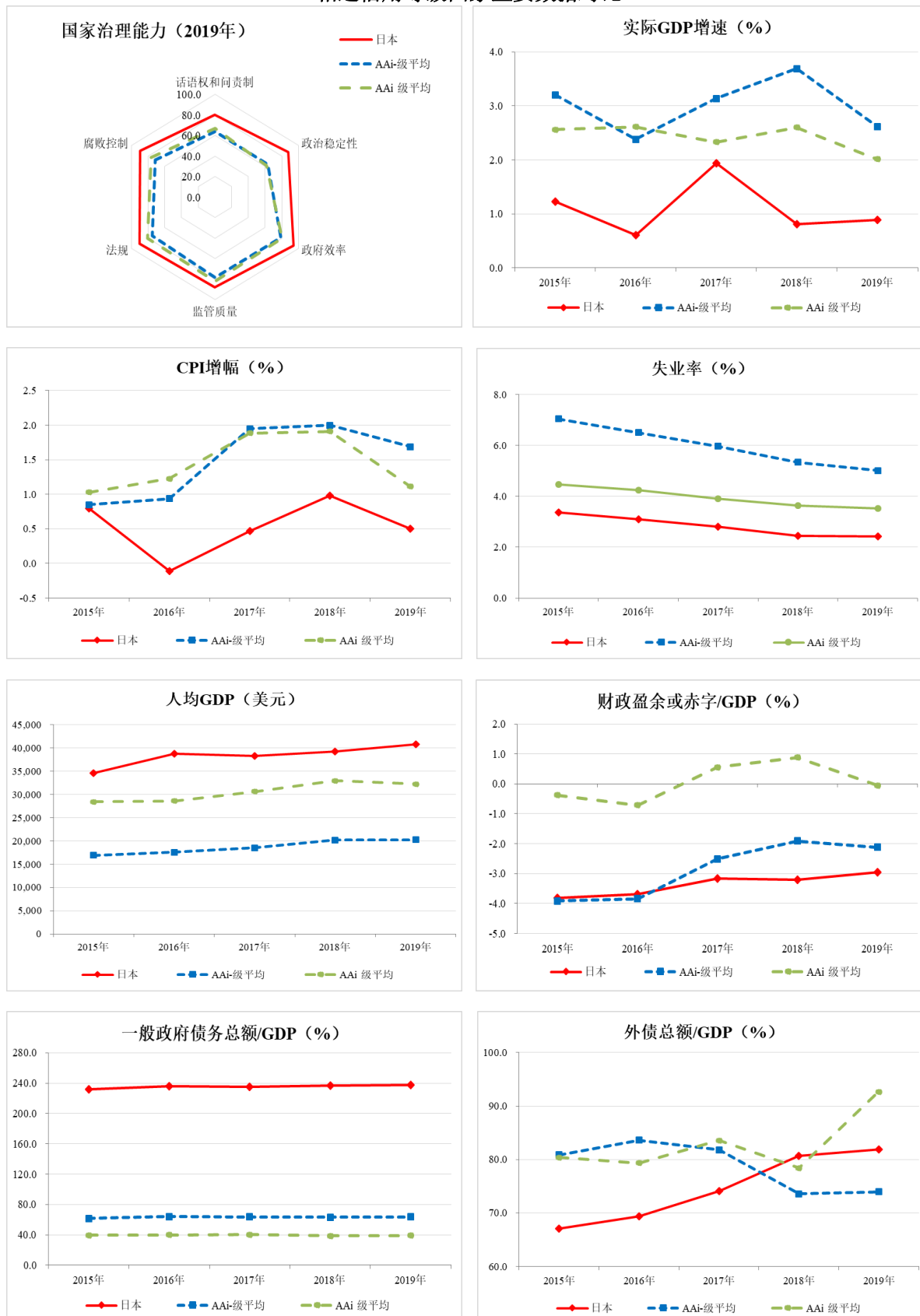
表 2 日本 2020-2021 年核心数据及预测

项目	2020 年一季度	2020 年二季度	2020 年三季度	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速（%）	-1.1	-9.0	-4.6	-5.0	2.3
CPI 增幅（%）	0.5	0.1	0.2	-0.1	0.3
失业率（%）	2.4	2.8	3.0	2.8	2.4
人均 GDP（美元）	39,527.7	36,750.4	39,140.4	39,050.0	40,735.0
财政盈余/GDP（%）	-3.6	-	-	-14.0	-6.4
政府债务总额/GDP（%）	204.6	228.7	226.5	260.0	264.0
经常账户余额/GDP（%）	4.1	1.1	-	2.9	3.2

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、日本国家统计局、日本央行，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: IMF、世界银行, 联合资信整理

附件 3:

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家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，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 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 _i	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 _i	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 _i	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 _i	信用风险一般，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 _i	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 _i	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 _i	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 _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。