

日本国 2021 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: 2021 年 10 月 14 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 _i -		本币评级结果	AA _i -
外币指示评级	AA _i -		外币评级结果	AA _i -
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		B
		宏观经济政策和表现		A
		结构特征		E
公共财政实力	e	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	f
			政府债务负担	f
			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”。

2020年，日本前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。宏观经济方面，日本政府在新冠疫情暴发后采取了严格的防控举措，造成各行各业停工停产，再加上海外需求萎缩以及产业链断裂，直接拖累了日本消费、投资和贸易的表现，日本经济陷入严重衰退；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，日本存在一定通缩风险；日本就业市场疲软，失业率上升至3.3%，创2015年以来新高。结构特征方面，日本经济发达程度依旧保持在较高水平，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，疫情后日本政府加大财政救市力度，2020年5月先后通过了总规模达235万亿日元的紧急经济救助计划，造成财政收支结构严重失衡以及政府债务大幅攀升，财政收入对政府债务的保障能力进一步削弱。外部融资方面，日本常年保持经常账户盈余和净债权国地位，为其外部融资提供有利保障；由于日本外债压力继续上升，经常账户收入和外汇储备对外债总额的保障能力进一步削弱。

2021年以来，由于东京奥运会举办期间新冠疫情新增人数大幅上升以及经济复苏缓慢，菅义伟的民众支持率大幅下滑，菅义伟表示退出9月举行的自民党总裁换届选举，之后岸田文雄当选日本自民党总裁，有望继续在政治和外交上继续延续菅义伟时期的政策，对日本的政治稳定性提供一定保障。虽然日本的投资、消费和净出口都呈现一定复苏态势，但考虑到日本疫情在东京奥运会后再次反复以及全球芯片短缺对日本的汽车企业造成负面影响，预计2021年日本实际GDP增速会小幅上升至2%左右。日本经济的缓步复苏有望对政府财政收入起到一定提振作用，预计2021年日本政府的财政赤字将有所收窄，政府债务压力也将有所改善。此外，日本有望继续保持经常账户盈余和净债权国地位，对其抵御外部风险冲击起到积极作用。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 2020年日本国家治理能力依旧保持较高水平，且国家竞争力较上年有所提升

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，2020年日本各项治理能力指标百分比排名均值为88.5，较上年增长1个百分点，并且显著优于 AA_1 级和 AA_2 级国家平均水平。其中，政治稳定性以及话语权和问责制得到明显改善，但政府效率小幅下降。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。但受到东京奥运会举办期间新冠疫情新增人数大幅上升的影响，菅义伟的民

众支持率由上任初期的 70% 大幅下滑至奥运期间的 30%。2021 年 9 月菅义伟表示退出自民党总裁的换届选举，随后岸田文雄当选日本自民党总裁，岸田文雄的政治经济主张较为“鸽”派，上台后有望继续保持现有政策，对日本的政治稳定性提供一定保障。

从国家竞争力来看，2020 年日本人均 GDP 为 39,047.9 美元，远高于 AA_i 级以及 AA_r 级国家平均水平，在全球仍处于较高水平，表明日本经济发达程度较高。根据世界知识产权组织所公布的《2021 年全球创新指数报告》，因日本政府采取稳定且可持续的政府政策、鼓励改善国内营商环境以及推进科研的基础设施建设，日本全球创新指数达到 54.5，位居全球第 13 名，较上年提升了三位。

2. 日本常年保持经常账户盈余和净债权国地位，为其外部融资提供有利保障

从国际收支看，日本作为一个外向型经济体，深度参与到全球产业链的分工之中。虽然新冠疫情全球暴发对日本的对外贸易造成一定冲击，但由于日本在非耐用消费品以及直接消费品出口上表现良好以及进口的大幅降低，对外贸易赤字由 2019 年的 86.2 亿美元缩窄至 2020 年的 62.0 亿美元；2020 年日本经常账户余额为 1,645 亿美元，相当于 GDP 的比重为 3.3%，连续三十余年保持经常账户盈余。从对外投资看，2020 年日本海外资产大幅上涨 10.6% 至 11.1 万亿美元，主要是因为海外债券工具以及投资组合分别大幅增长 16.1% 和 11.9% 所致；2020 年日本海外净资产增长 5.2% 至 3.4 万亿美元，相当于 GDP 的比重为 70.1%。整体看，日本常年保持经常账户盈余和净债权国地位，为其外部融资提供有利保障，对抵御外部风险冲击起到积极作用。

3. 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。截至 2020 年三季度末，日本银行资本充足率为 16.9%，较上年小幅下跌 0.4 个百分点，银行流动性依旧保持充裕；银行一级资本充足率保持在 14.8%，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。疫情期间，日本央行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，2020 年三季度末，日本银行业的 ROA 和 ROE 分别下降至 0.2% 和 4.5%，较上年同期分别减少 0.1 和 1.6 个百分点，银行盈利能力小幅下降。但从整体来看，日本银行业抵御外部风险冲击的能力依然较强。

主要关注：

1. 新冠疫情暴发导致日本面临经济衰退与通货紧缩并存的困局

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，2020 年二季度日本私人消费同比大幅下滑 10.7%。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，2020 年二季度日本净出口由正转负并下滑至 -2.2 万亿日元，创 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，2020 年日本

实际 GDP 同比增速下滑至-5.3%，跌落至 2009 年全球金融危机以来新低。从物价水平看，在全球央行大规模放水的背景下，2020 年日本 CPI 增幅却逆势下滑至-0.1%，存在一定通货紧缩风险。主要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”，反映出日本经济增长动力和韧性不足。

2021 年以来，日本经济缓步复苏。一方面，随着新冠疫情得到一定控制以及复工复产的推进，日本投资、消费以及净出口三驾马车恢复增长，2021 年二季度日本实际 GDP 增速由负转正并大幅上涨至 7.6%。另一方面，考虑到日本疫情在东京奥运会后再次反复以及全球芯片短缺对日本的汽车企业造成负面影响，对日本经济的复苏造成一定阻碍，预计 2021 年日本经济小幅上涨 2%。

2. 疫情后日本政府加大财政救市力度，加剧了财政收支失衡和政府债务压力

为缓解新冠疫情带来的经济衰退，2020 年 5 月日本政府先后通过了总规模达 235 万亿日元（约合 2.1 万亿美元）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 44% 左右，主要向遭受疫情冲击的企业和家庭提供资金支持。同时，日本政府还为企业和家庭减轻税收负担，对航空公司减免最多 80% 的航空燃油税，将居民住房贷款减税期限由 10 年延长至 13 年。在此背景下，日本政府财政收支严重失衡，2020 年日本财政赤字规模上升至 74.5 万亿日元，相当于 GDP 的比值高达 14.2%，远高于 AA_i 级和 AA_i- 级国家平均水平。日本政府债务压力也大幅攀升，截至 2020 年末，日本政府债务总额上升至 1,401.1 万亿日元，相当于 GDP 的比值高达 266.2%，较上年大幅增长 28.2 个百分点，创历史新高。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。2020 年，日本政府的财政收入相当于政府债务的比值下降至 12.8%，较上年下滑 1.7 个百分点，表明政府债务的偿付实力进一步削弱。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，其中国有银行持有占比高达 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。

2021 年，随着疫情的逐步缓解以及东京奥运会的顺利举办，日本经济有望缓步复苏，对政府的财政收入起到提振作用。预计 2021 年日本政府财政收支失衡会得到一定改善，财政赤字水平有望回落至 9% 左右，政府债务水平也有望小幅回落至 260% 左右。

3. 受疫情影响日本的外债水平大幅上涨，导致外债偿付实力进一步削弱

截至 2020 年末，日本外债总额达到 4.8 万亿美元，相当于 GDP 的比重高达 98.2%，较上年大幅增长 14.6 个百分点。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 41.5%，其次为金融机构（31.1%）和其他部门（24.7%），外债结构较为稳定。从偿付实力看，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，经常账户收入和外汇储备面临一定缩水风险，2020 年日本经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度分别为 23.2% 和 28.8%，分别同比下降 6.2 和 2.3 个百分点，表明日本外债偿付实力有所削弱。但考虑到日元具有国际储备货币地位，日本的外债风险相对可控。

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. 日本政局的稳定性大幅下降，日本政局再次出现频繁更迭局面，导致前期政策的可持续性下降，对未来经济复苏产生不利影响；
2. 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. 新任政府采取有效的经济和财政政策，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并缓解政府债务压力；
3. 外债压力得到显著缓解，外汇储备和经常账户收入对外债的保障能力大幅提升。

附件 1:

日本 2016-2020 年主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
名义 GDP (万亿日元)	526.4	553.8	546.9	545.9	535.5
名义 GDP (万亿美元)	4.9	5.1	5.0	4.9	4.9
实际 GDP 增速 (%)	-5.3	0.7	0.3	2.2	0.5
CPI 增幅 (%)	-0.1	0.5	1.0	0.5	-0.1
失业率 (%)	3.3	2.4	2.4	2.8	3.1
结构特征					
人均 GDP (美元)	39,047.9	40,255.9	39,150.3	38,398.6	38,772.3
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	53.5	54.5	54.8	54.6	54.7
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	21.1	19.8	19.6	19.4	19.7
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	25.4	25.4	25.2	25.0	24.8
净出口占 GDP 的比值 (%)	-0.2	0.0	0.0	0.8	0.8
第一产业占 GDP 的比值 (%)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
第二产业占 GDP 的比值 (%)	20.3	20.3	20.7	20.4	20.3
第三产业占 GDP 的比值 (%)	78.7	78.7	78.3	78.4	78.6
银行业资本充足率 (%)	16.9*	17.3	17.0	16.7	16.2
银行业不良贷款率 (%)	1.1*	1.1	1.1	1.2	1.4
银行业 ROA (%)	0.2*	0.2	0.3	0.3	0.3
银行业 ROE (%)	4.5*	6.1	7.3	8.1	8.3
进出口总额/GDP (%)	32.4	35.8	37.5	35.2	32.2
国内总储蓄/GDP (%)	27.8	28.2	27.9	28.2	27.4
65 岁及以上人口占比 (%)	28.4	28.0	27.6	27.1	26.6
公共财政					
财政收入 (万亿日元)	178.8	190.4	191.6	186.7	183.6
财政收入/GDP (%)	34.0	34.4	35.0	34.2	34.3
财政支出 (万亿日元)	253.3	208.7	205.2	203.7	203.4
财政支出/GDP (%)	48.1	37.7	37.5	37.3	38.0
财政盈余 (万亿日元)	-74.5	-18.3	-13.7	-17.0	-19.8
财政盈余/GDP (%)	-14.2	-3.3	-2.5	-3.1	-3.7
政府债务/GDP (%)	266.2	238.0	236.6	234.5	236.4
利息支出 (万亿日元)	1.3	1.4	1.8	2.6	3.9
政府债务总额 (万亿日元)	1,401.1	1,317.7	1,293.7	1,279.9	1,266.0
政府债务总额/GDP (%)	266.2	238.0	236.6	234.5	236.4
政府债务净额 (万亿日元)	932.1	857.6	839.3	817.5	813.9
政府债务净额/GDP (%)	177.1	154.9	153.5	149.8	152.0
财政收入/政府债务 (%)	12.8	14.5	14.8	14.6	14.5
外部融资					
出口总额 (亿美元)	7,933.2	9,046.3	9,298.3	8,755.1	8,115.2
进口总额 (亿美元)	7,995.2	9,132.5	9,284.2	8,378.8	7,710.8
净出口 (亿美元)	-62.0	-86.2	14.1	376.4	404.4
经常账户收入 (亿美元)	11,201.6	12,507.1	12,551.9	11,743.6	10,949.9

经常账户余额（亿美元）	1,645.0	1,768.1	1,772.7	2,031.7	1,970.5
经常账户余额/GDP（%）	3.3	3.5	3.6	4.2	4.0
国际投资净头寸（亿美元）	34,408.4	32,704.6	30,803.8	29,166.4	28,792.4
国际投资净头寸/GDP（%）	70.1	64.4	62.2	59.9	58.5
外债总额（亿美元）	48,214.8	42,438.2	40,125.9	35,995.2	34,201.6
外债总额/GDP（%）	98.2	83.5	81.0	74.0	69.5
政府外债总额（亿美元）	17,308.4	14,815.3	13,816.0	12,098.0	10,982.8
政府外债/外债总额（%）	35.9	34.9	34.4	33.6	32.1
经常账户收入/外债总额（%）	23.2	29.5	31.3	32.6	32.0
经常账户收入/政府外债（%）	64.7	84.4	90.8	97.1	99.7
外汇储备（亿美元）	13,908.1	13,224.4	12,704.7	12,641.4	12,165.2
外汇储备/外债总额（%）	28.8	31.2	31.7	35.1	35.6
外汇储备/政府外债（%）	80.4	89.3	92.0	104.5	110.8

注：*表示数据截至 2021 年三季度

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

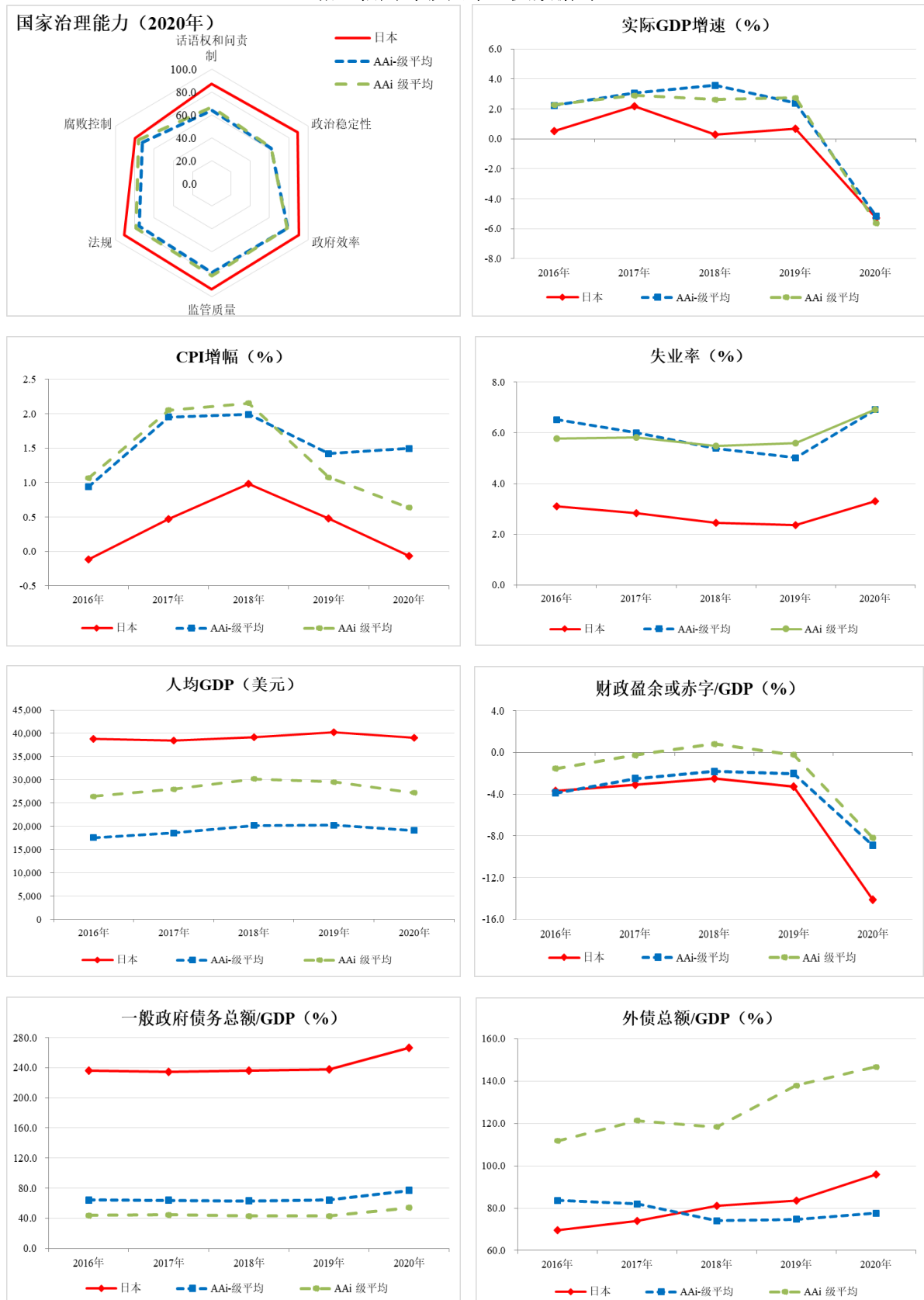
表 2 日本 2021-2022 年核心数据及预测

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速（%）	-1.3	7.6	2.0	1.5
CPI 增幅（%）	-0.4	-0.1	0.3	0.7
失业率（%）	2.8	3.0	3.0	2.5
人均 GDP（美元）	39,050.7	38,739.3	41,000.0	43,000.0
财政盈余/GDP（%）	-9.1	-7.5	-9.0	-4.0
政府债务总额/GDP（%）	-	-	260.0	250.0
经常账户余额/GDP（%）	-	-	3.5	3.0

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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。