

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

本次评级时间

2018年12月6日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(万亿美元)	4.87	4.95	4.39	4.85	5.16
实际GDP增速(%)	1.74	0.96	1.35	0.38	2.00
CPI增幅(%)	0.47	-0.11	0.79	2.76	0.34
失业率(%)	2.88	3.12	3.38	3.58	4.01
人均GDP(美元)	38,448.57	38,989.21	34,612.25	38,156.34	40,490.16
财政盈余/GDP(%)	-4.32	-3.67	-3.80	-5.64	-7.91
政府债务/GDP(%)	237.65	235.59	231.26	236.07	232.47
财政收入/政府债务(%)	13.97	14.47	14.78	14.09	13.58
外债总额/GDP(%)	73.88	69.09	62.27	56.21	54.37
CAR/外债总额(%)	32.43	31.88	38.38	41.68	38.81
外汇储备/外债总额(%)	35.03	35.68	45.05	45.94	45.24

注: 1、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:

王倩 张强

联合资信评估有限公司

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(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, 决定维持其长期本、外币信用等级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。

2017年以来, 安倍连任首相及自民党党首, 维持其执政框架, 自民党-公明党执政联盟继续保持两院绝对多数议席, 政局保持较高稳定度; 宽松政策刺激下内需回暖, 投资显著上升, 经济呈现温和复苏态势, 扭转通缩局面, 失业率稳中有降, 人口老龄化等仍将制约长期经济发展; 日本全球竞争力仍位居前列; 虽然负利率政策对银行盈利水平造成一定压力, 总体看银行业风险较低; 财政赤字有所扩张, 随着减赤计划的实施, 未来财政赤字将继续下降; 政府债务庞大且逐年攀升, 但绝大多数为国内持有, 且债务利息支出负担轻, 本币偿债能力仍维持稳定; 贸易与经常账户常年盈余; 外债负担适中, 政府外债占比较低, 作为全球最大债权国, 以证券投资为主的庞大海外资产有助于增强日本外债偿付能力。

优势

- 经济实力强, 营商竞争力位居全球前列;
- 全球最大债权国, 以证券投资为主的庞大海外资产有助于增强日本外债偿付能力;
- 贸易与经常账户常年盈余, 外部融资实力强;
- 外债水平适中, 低于同级别国家, 政府外债占比较低;
- 外汇储备充足, 对外债形成强大保障。

关注

- 政府债务水平很高, 财政收入对政府债务的保障能力较弱;
- 长期靠宽松政策刺激对经济的拉动作用日益减弱;
- 负利率政策对银行盈利水平造成一定压力;
- 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。

一、国家治理

安倍连任首相及自民党党首，维持其执政框架，自民党-公明党执政联盟继续保持两院绝对多数议席，安倍政府或加快修宪进程，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。

2018年9月20日，日本自民党举行总裁选举，安倍晋三以约70%的得票率战胜前防卫大臣石破茂，第三次连任自民党党首，并继续担任首相；从而打破党总裁不能连任超过两届的规定，将长期执政至2021年，这主要归因于2017年3月自民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”。鉴于2019年日本将举行参议院选举，为了切实积攒政绩，安倍希望在修宪等问题上保持基本方针一致，并确保政策的连续性，计划维持现有内阁及自民党执行部门的基本框架。

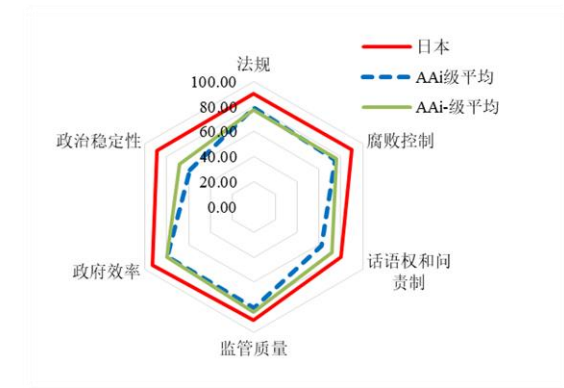
胜选后，安倍宣布将在卸任前修宪，其核心是修改内容为“放弃发动战争的权利”的宪法第九条，解禁集体自卫权。但另一方面，推动修宪仍面临不确定因素，包括修宪阵营内部对具体条款的修改仍存在分歧；即使执政联盟及盟友内部达成一致，能否通过还要看全民公投结果，民意走向仍是决定因素。

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，安倍及自民党-公明党执政联盟预计在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。

日本政府治理能力较高，且继续提升

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2017年日本各项治理能力指标百分比排名均值为88.80，较上年（87.68）有所提升，显著优于AA_i-级（76.29）和AA_i级国家均值（72.46）。其中，政治稳定性改善幅度较大，主要是由于安倍晋三连任日本首相，且修改党章，为其三次连任自民党党首铺平道路，政局可预见性和政策连续性均有较大提升。

图 1：2017 年日本治理能力



数据来源：世界银行

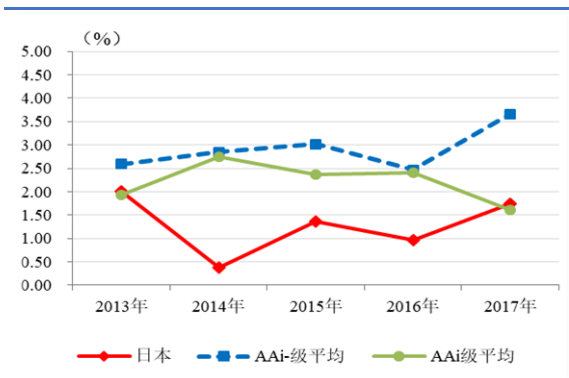
二、宏观经济政策与表现

宽松政策刺激下内需回暖，投资显著上升，经济呈现温和复苏态势；随着政策刺激效应减弱及结构性问题未解，日本经济增速或逐步下降

2017年以来，安倍宽松政策红利持续，2016年8月推出的总规模28.1万亿日元经济刺激措施效果开始显现，日本经济呈现温和复苏态势。2017年，日本GDP总量为546.61万亿日元（4.87万亿美元），实际增速为1.74%，较上年上升0.78个百分点，为近4年最高。到2017年4季度，日本经济连续8个季度实现正增长，是泡沫经济崩溃后连续增长最长的一次。

2017年，消费仍然是拉动日本经济增长的最大引擎；2017年，受企业效益改善，就业改善等因素推动，日本居民消费意愿上升，居民消费同比增长1.00%，同比上升0.9个百分点；政府消费同比增长0.4%，同比增速有所下滑。投资增长显著，固定资产投资同比增长2.50%，较上年大幅上升1.40个百分点；主要得益于企业设备投资增速加快、2020年东京奥运会相关的投资及经济刺激政策效果显现等因素，投资拉动经济增长的作用日益增强。对外贸易方面，2017年外部需求尤其是对科技相关产品需求回升，以及日本对欧亚半导体和汽车配件等出口大幅增长，全年出口实际大幅增长6.70%，国内需求改善拉动进口实际增长3.40%，净出口对经济的贡献同比略有下滑。2013年~2017年，日本GDP年平均增长率约为1.29%，低于AA_i级和AA_i-级国家的平均值（分别为2.21%和2.92%）。

图 2：2013~2017 年日本 GDP 增长率



数据来源: IMF

2018 年上半年日本经济同比实际增长 1.10%，较去年同期增速略有下滑，但依然维持了平稳增长。预计 2018 年日本经济仍将维持平稳复苏，但增速有所下降。受 2019 年 10 月消费税税率将上调至 10% 等因素影响，预计 2019 年和 2020 年的日本经济增速逐步放缓至 0.8% 和 0.5% 左右。

2017 年以来，日本经济增长靠国内刺激政策的拉动较为明显。但在全球政策边际收紧的情况下，安倍政府靠“强宽松+高赤字”组合的政策刺激将难以持续，对经济的拉动作用也将日益减弱。一方面，美联储已进入缩表日程并可能在年底再度加息，欧央行宣布将缩减购债规模，日本的货币宽松难以加码，制约了实现制定的 2% 的通胀目标。另一方面，财政政策刺激面临人口老龄化等结构性难题的掣肘。目前，日本 65 岁以上老龄人口不断攀升，约占总人口的 27.7%。尽管安倍政府通过采取上调增值税等紧缩财政的方式来平衡收支，但财政紧缩又将抑制居民消费，直接影响经济复苏。此外，特朗普政策、贸易保护主义、逆全球化等外部风险也将是日本经济运行的重要风险因素。

表 1：2013~2017 日本宏观经济表现情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
实际 GDP 增速 (%)	1.74	0.96	1.35	0.38	2.00
名义 GDP(万亿日元)	546.61	538.53	531.99	513.88	503.18
名义 GDP(万亿美元)	4.87	4.95	4.39	4.85	5.16
CPI 增幅(%)	0.47	-0.11	0.79	2.76	0.34
失业率 (%)	2.88	3.12	3.38	3.58	4.01

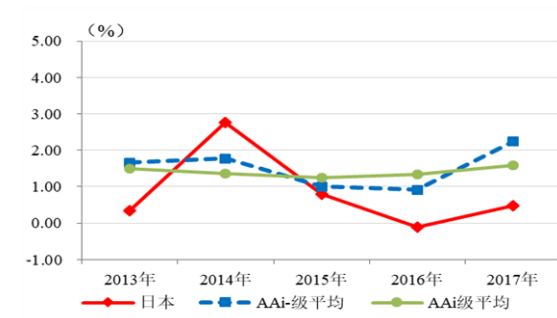
数据来源: IMF

受能源、电价等价格上涨带动，通胀局势好转，但工资涨幅较小等或导致 CPI 增幅再次下行

2017 年以来，在能源等国际大宗商品价格上涨带动

下，日本通胀水平趋于好转，全年平均 CPI 增幅为 0.47%，扭转了 2016 年的通缩局面，但距日本政府制定的 2% 通胀目标仍有一定距离。鉴于目前日本工资上涨速度不快，预计未来 CPI 增幅仍会缩小。从图 3 中可以看出，与 AAi-级和 AAi-级国家的平均水平相比，日本的通货膨胀水平偏低。

图 3：2013~2017 年日本 CPI 增长率



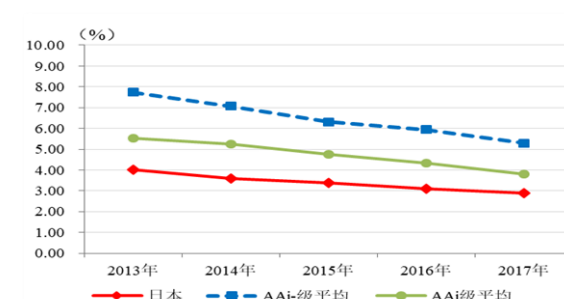
数据来源: IMF

失业率稳中有降，青年失业率进一步下降；但就业高龄化等问题仍将制约劳动力市场

2017 年，日本失业率为 2.88%，同比继续下行 0.24 个百分点，近五年延续了稳中有降的趋势。日本就业形势持续改善主要得益于经济温和复苏态势下，企业经营环境改善，用工需求上升；东京奥运工程等因素也带动了建筑等行业的就业。从图 4 中可以看出，与 AAi-级和 AAi-级国家的平均水平相比，日本的失业率明显偏低。

2017 年，日本 15-24 岁青年失业率由上年的 5.15% 下降至 4.62%，青年就业状况有所改善，但失业率仍较高。劳动人口不足，就业高龄化趋势愈加显著；且低薪的兼职员工占比较大，薪资水平上涨乏力，均将成为制约日本劳动力市场的主要因素。

图 4：2013~2017 年日本失业率



数据来源: IMF

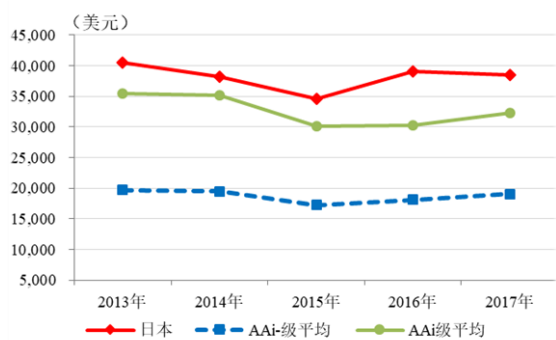
三、结构特征

日元贬值拖累人均 GDP 小幅下滑，全球竞

竞争力仍位居前列

2017 年日本人均 GDP 水平有所下滑，但在世界范围内仍属于较高水平。2017 年日本人均 GDP 达到 38,448.57 美元，由于日元兑美元年均汇率有所下滑，较上年下降了 1.39%。但与 AA_i 级和 AA_i- 级国家的平均水平相比，日本人均 GDP 水平仍相对较高（见图 5）。

图 5：2013~2017 年日本人均 GDP



数据来源：IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年日本的全球竞争力指数为 5.49，在全球 137 个经济体中排名第 9 位，较 2016 年下降 1 个名次，继续维持很强的全球竞争力。从 2017 年看，日本在基础设施、商业成熟度、市场规模、创新等方面均名列前茅；制约其整体竞争力的因素主要包括宏观经济环境（政府债务水平较高等）、劳动力市场以及总体税率较高等。

进口对石油等依赖度较高；内需型经济体，消费税提高令消费占比有所下滑，经济刺激政策下投资占比提升；六大财团在经济中占有重要地位

从三驾马车需求结构看，消费一直是对日本经济贡献度最大力量，近 5 年占 GDP 比重在 75% 以上，其中居民消费占比在 55% 以上。近五年日本消费占比呈逐步下滑趋势，由 2013 年的 79.13% 逐步下降至 2017 年的 75.12%，或与 2014 年以来提高消费税，整体薪资增长乏力等因素有关。投资占比近年小幅上升，2017 年占 GDP 比值为 24.00%，较上年上升 0.46 个百分点，主要是由于政府推出经济刺激计划以及筹建 2020 年东京奥运会固定资本投资支出增加所致；净出口方面，近五年日本净出口占 GDP 比值由负转正，2017 年为 0.93%，较上年有小幅下降，主要得益于世界经济及日本主要出口目的地需求回暖，以及原油价格保持相对低位，出口超越进口所带动。

日本总体外贸依赖度不高，2017 年进出口总额占

GDP 比值约 35%，但进口对石油、矿石等依赖度较高，矿物燃料占进口比重高达 23% 左右，原油价格及大宗商品价格波动对其进口影响较大。

日本三大产业结构近年总体保持稳定，整体上继续处于合理水平。2017 年三大产业占 GDP 的比值分别约为 1%、30% 和 69%。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。日本三井、三菱、住友、三和、第一劝业和富士六大财团掌握着日本的经济命脉，共计控制日本全国 60% 以上的总资产及 20% 左右的就业人员，在日本的金融、商社、建设、汽车、化学、电子等行业中居于支配地位，为日本创新及技术研发以及经济发展起到了重要作用。

负利率政策对银行盈利水平造成一定压力，总体看银行业风险较低

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 2017 年三季度末，日本银行业净资产收益率（ROE）为 8.11%，同比继续小幅下滑；总资产收益率（ROA）为 0.33%，同比略有上升，但整体盈利能力仍然较弱。资本充足率为 30.32%，较上年同期大幅上升约 10 个百分点，远高于国际标准；截至 2018 年 1 月，日本不良贷款率为 1.10%，同比下降 0.1 个百分点，且近年来呈现稳定下行趋势，银行业资产质量不断好转。总体看，日本银行业的风险较低。

四、公共财政实力

政府财政赤字小幅扩张

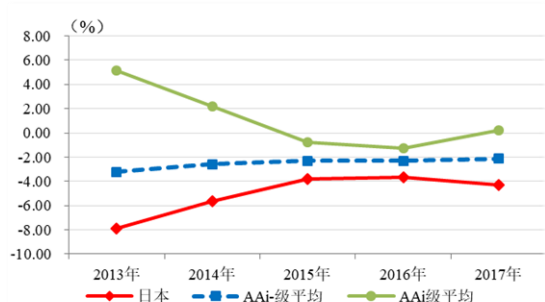
由于日本政府 2014 年将增值税由 5% 调升至 8%，在一定程度上推动了财政收入的增长，2013~2016 年，日本财政赤字虽然仍在 3% 以上的较高水平，但呈现逐步下降趋势。

2017 年，日本一般政府财政收入为 181.44 万亿日元，同比下降 1.19%，财政收入相当于 GDP 的比值为 33.19%，较上年有所降低。从日本政府财政收入结构来看，税收和印花收入是日本政府财政收入的主要来源，2017 年占其财政收入的比重近 60%，财政收入来源较为稳定。2017 年，日本的财政支出为 205.03 万亿日元，同

比增长 0.82%，财政支出相当于 GDP 的比值为 37.51%，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以及国债和利息偿还支出，两者占其财政支出的比重达到 50% 以上，此外，由于安倍政府重视国防力量建设，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。

2017 年，日本一般政府财政赤字为 23.59 万亿日元，占 GDP 比值为 4.32%，较上年扩大 0.65 个百分点。与 AA_i 级和 AA_i- 级国家的平均水平相比，日本的财政赤字水平较高，但近年来有所改善，差距呈现缩窄态势（见图 6）。

图 6：2013~2017 年日本财政盈余占 GDP 比重



数据来源：IMF

2018 年 7 月，日本内阁会议通过了支撑经济发展的“未来投资战略”和指导经济财政运营的基本方针。原定 2020 年实现的压缩赤字、实现基础财政基本平衡的目标被推迟到 2025 年；并提出 2019 年 10 月份将消费税从目前的 8% 提升至 10%。同时，为缓解增税对经济的打击，将在 2019 年、2020 年度对购置车辆、住宅等提供政策优惠。在此基础上提出 2025 年实现基础财政的基本平衡，抑制社会老龄化带来的社保费用增加。因此，未来 1~2 年日本一般政府财政赤字或呈现逐步下降趋势。

表 2：2013~2017 日本一般政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (万亿日元)	181.44	183.62	181.79	170.88	158.88
财政收入/GDP (%)	33.19	34.10	34.17	33.25	31.58
财政支出 (万亿日元)	205.03	203.37	202.02	199.84	198.68
财政支出/GDP (%)	37.51	37.76	37.97	38.89	39.49
财政盈余 (万亿日元)	-23.59	-19.74	-20.23	-28.96	-39.80
财政盈余/GDP (%)	-4.32	-3.67	-3.80	-5.64	-7.91

数据来源：IMF

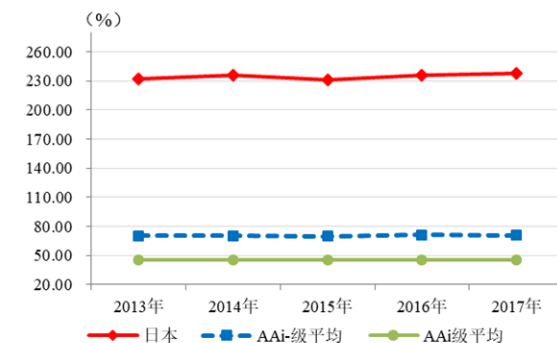
政府债务庞大且逐年攀升，财政收入对政府债务的保障程度较弱

多年来，日本人口老龄化及安倍政府实施的财政刺激计划导致社会保障和财政开支大幅增加，而政府财政

资源有限，加上超宽松货币政策作用下，日本政府债务规模持续累积，债务水平屡创新高。截至 2017 年底，日本一般政府债务规模为 1,299.00 万亿日元，较 2016 年底增长 2.39%；一般政府债务总额相当于 GDP 的比值为 237.65%，较 2016 年底增长逾 2 个百分点。与 AA_i 级和 AA_i- 级国家的平均水平相比，日本政府债务水平显著偏高，在全球范围内属于极高水平。

从债务净额看，2017 年，日本一般政府债务净额为 846.61 万亿日元，占 GDP 比值为 154.88%，较上年上升

图 7：2013~2017 年日本一般政府债务/GDP



数据来源：IMF

2.06 个百分点。从利息支出看，近年日本政府利息支出负担不断下降。2017 年，利息支出占 GDP 比重为 0.49%，同比下行 0.24 个百分点。

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比例达到 40% 左右，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。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债务利息支出，2017 年日本政府债务利息支出占 GDP 比值为 0.49%，较上年继续下行，有助于缓解其偿债负担。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。

从财政收入对政府债务的保障能力看，2017 年日本财政收入对政府债务的覆盖度约 13.97%，同比略有下降，财政收入对政府债务保障程度仍较弱。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。

表 3：2013~2017 日本一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额(万亿日元)	1,299.00	1,268.72	1,230.27	1,213.10	1,169.73
政府债务总额/GDP (%)	237.65	235.59	231.26	236.07	232.47
政府债务净额(万亿日元)	846.61	823.01	785.28	763.18	736.43
政府债务净额/GDP (%)	154.88	152.83	147.61	148.51	146.36
利息支出/GDP (%)	0.49	0.73	0.65	0.78	0.93
财政收入/政府债务 (%)	13.97	14.47	14.78	14.09	13.58

数据来源: IMF

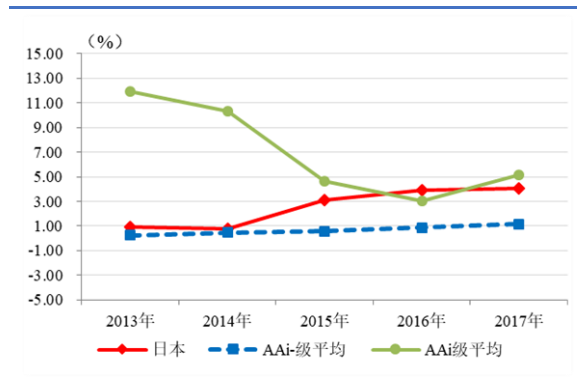
五、外部融资实力

贸易顺差盈余小幅收窄，经常账户盈余水平扩大；作为全球最大债权国，以证券投资为主的庞大海外资产有助于增强日本外债偿付能力

从对外贸易来看，亚洲是日本的主要出口区域，占比高达 55%左右；中国和美国是日本主要出口国家，占比均在 20%左右；机动车及载客汽车是日本主要出口项，占比近 30%，其他主要还包括半导体、集成电路等。中国和日本每年贸易额约 3,000 亿美元。2018 年 10 月 26 日，中国人民银行与日本银行签署了中日双边本币互换协议，协议规模为 2,000 亿元人民币/34,000 亿日元，协议有效期三年。中日本币互换协议的签署将避免美元汇率波动风险，大大促进双边经贸的便利化。

2017 年，受中国、美国等主要出口地区经济回暖，对智能手机及半导体等需求增加带动，日本 2017 年出口总额为 8,375.72 亿美元，较上年大幅增长 8.62%。进口总额为 8,752.92 亿美元，较上年增长 7.86%，主要是由于原油价格上涨导致。2017 年，日本实现贸易顺差 377.20 亿美元，自 2016 年以来连续第二年实现贸易顺差，但顺差额有所收窄。

图 8：2013~2017 年日本经常账户盈余/GDP



数据来源: IMF

从经常账户来看，2017 年日本的经常账户收入为 11,677.15 亿美元，较上年大幅增长 7.10%；经常账户余

额为 1,961.29 亿美元，较上年略有增长，经常账户余额相当于 GDP 的比值为 4.03%，较上年略上升 0.09 个百分点，与 2013 年相比提高了逾 3 个百分点，表明其创汇能力继续增强。从近五年情况来看，日本经常账户余额平均水平 (2.54%) 显著低于 AAi 级国家 (7.03%) 平均水平，但高于 AAi- 级国家 (0.66%) 平均水平。

从国际投资净头寸来看，日本已连续多年稳居全球最大债权国之位，有助于增强日本外债的偿还能力。截至 2017 年底，日本国际投资净头寸为 29,090.75 亿美元，较 2016 年底增长 1.04%。从日本国际投资头寸债权构成看，证券投资常年维持在高达 45%左右的水平。一方面，其较高收益保证了经常项目下收益项目的稳定顺差，支撑了日元币值；另一方面，流动性较好的证券资产对风险也较为敏感，一旦国际金融市场动荡，对外投资资金必然大量回撤日本，对日元币值形成强大保障，有助增强其外债偿还能力。同时，庞大的海外资产还能带来巨大收益，极大稳定投资者信心。

表 4：2013~2017 日本经常账户及国际投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
进口额 (亿美元)	8,752.92	8,115.24	7,847.11	8,629.74	8,303.38
出口额 (亿美元)	8,375.72	7,710.80	8,079.87	9,915.79	9,554.67
贸易差额 (亿美元)	377.20	404.44	-232.76	-1,286.05	-1,251.28
经常账户收入 (亿美元)	11,677.15	10,903.05	10,503.27	11,363.03	10,877.87
经常账户余额 (亿美元)	1,961.29	1,948.66	1,364.37	367.94	459.44
经常账户余额/GDP (%)	4.03	3.94	3.10	0.76	0.89
国际投资净头寸 (亿美元)	29,090.75	28,792.43	28,150.24	30,124.01	30,933.19
国际投资净头寸/GDP (%)	59.70	58.17	64.05	62.11	60.00

数据来源: IMF

外债负担适中，低于同级别国家，政府外债占比较低

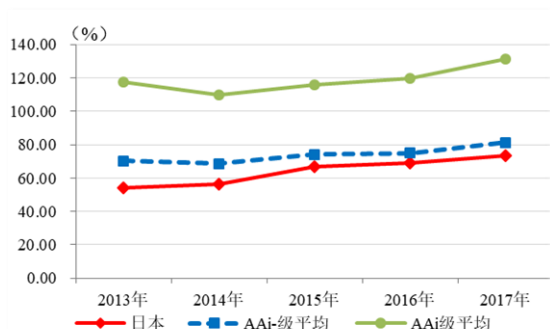
日本外债负担一般。截至 2017 年底，日本外债总额为 36,004.58 亿美元，较上年增长 5.27%，较去年同期逾 15%的增幅增长明显放缓。外债总额相当于 GDP 的比值为 73.88%，较上年增长近 5 个百分点，但与 AAi 级和 AAi- 级国家的平均水平相比，日本的外债水平仍偏低，处在可控范围内（见图 9）。

表 5：2013~2017 日本外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	36,004.58	34,201.64	27,366.52	27,265.17	28,031.53
外债总额/GDP (%)	73.88	69.09	62.27	56.21	54.37
政府外债 (亿美元)	12,170.80	10,982.82	8,790.12	8,722.15	9,092.40
政府外债/外债总额 (%)	33.80	32.11	32.12	31.99	32.44

数据来源: IMF

图 9：2013~2017 年日本外债占 GDP 比重



数据来源：世界银行

从外债的结构来看，2017 年日本政府外债占 GDP 比约 34%，政府外债负担一般；此外日本外债主要由金融机构（约 37%）和其他部门（25%）持有。从期限结构看，日本短期外债占比较高，占总外债比重约 72.98%，但以金融机构及公司间短期借款为主，偿付较有保障。

经常账户收入对外债的保障能力有所提高，充足的外汇储备对日本外债形成强大的保障

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 2017 年底，日本经常账户收入相当于外债总额的 32.43%，较上年同期提高 1.74 个百分点，经常账户收入对外债的保障能力有所加强。

从外汇储备来看，日本外汇储备充裕，继续处于世界第二大外汇储备国的地位。截至 2017 年底，日本外汇储备规模为 12,612.72 亿美元，较 2016 年底上升逾 3 个百分点，外汇储备相当于外债总额的比值为 35.03%，较上年基本持平，外汇储备对政府外债的覆盖达 103.63%，较去年略有下滑，但依然处于很高水平。

表 6：2013~2017 日本外债保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外汇储备 (亿美元)	12,612.72	12,204.18	12,327.56	12,524.94	12,680.23
CAR/外债总额 (%)	32.43	31.88	38.38	41.68	38.81
CAR/政府外债 (%)	95.94	99.27	119.49	130.28	119.64
外汇储备/外债总额 (%)	35.03	35.68	45.05	45.94	45.24
外汇储备/政府外债 (%)	103.63	111.12	140.24	143.60	139.46

数据来源：IMF，世界银行

未来日元仍有一定升值空间，对外债偿还形成一定利好

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~2017 年，英国脱欧、特朗普当选美国总统等事件导致全球避险情绪升温，日元作为较为优质的避险资产有所走强，两年间日元兑美元累计升值逾 6%。2018 年以来，由于整体市场环境继续利好避险货币，日元继续处于升值走势，但升值幅度预计将较为平稳，对外债偿还形成一定利好。

图 10：2017~2018 年美元兑日元汇率变化



数据来源：WIND

六、评级展望

目前看，安倍连任首相及自民党党首，维持其执政框架，政治稳定性有所上升；经济呈现温和复苏状态，财政赤字有所收窄，政府债务庞大但绝大多数为内债；经常账户常年盈余；外债负担适中，政府外债占比较低，外汇储备对外债形成强大保障。作为全球最大债权国，以证券投资为主的庞大海外资产将有助于增强日本外债偿付能力。因此，联合资信确认日本长期本、外币信用评级展望为“稳定”。

日本主要数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
宏观数据					
GDP（万亿日元）	546.61	538.53	531.99	513.88	503.18
GDP（万亿美元）	4.87	4.95	4.39	4.85	5.16
实际 GDP 增速（%）	1.74	0.96	1.35	0.38	2.00
CPI 增幅（%）	0.47	-0.11	0.79	2.76	0.34
失业率（%）	2.88	3.12	3.38	3.58	4.01
结构特征					
人均 GDP（美元）	38,448.57	38,989.21	34,612.25	38,156.34	40,490.16
消费在 GDP 中的占比（%）	75.12	75.45	76.41	78.55	79.13
投资在 GDP 中的占比（%）	24.00	23.54	23.78	23.96	23.33
净出口在 GDP 中的占比（%）	0.93	0.99	-0.42	-2.47	-2.32
进出口总额/GDP（%）	35.15	31.97	36.24	38.23	34.64
财政实力					
财政收入（万亿日元）	181.44	183.62	181.79	170.88	158.88
财政收入/GDP（%）	33.19	34.10	34.17	33.25	31.58
财政支出（万亿日元）	205.03	203.37	202.02	199.84	198.68
财政支出/GDP（%）	37.51	37.76	37.97	38.89	39.49
财政盈余（万亿日元）	-23.59	-19.74	-20.23	-28.96	-39.80
财政盈余/GDP（%）	-4.32	-3.67	-3.80	-5.64	-7.91
政府债务总额（万亿日元）	1,299.00	1,268.72	1,230.27	1,213.10	1,169.73
政府债务总额/GDP（%）	237.65	235.59	231.26	236.07	232.47
政府债务净额（万亿日元）	846.61	823.01	785.28	763.18	736.43
政府债务净额/GDP（%）	154.88	152.83	147.61	148.51	146.36
财政收入/政府债务（%）	13.97	14.47	14.78	14.09	13.58
外部融资					
进口总额（亿美元）	8,752.92	8,115.24	7,847.11	8,629.74	8,303.38
出口总额（亿美元）	8,375.72	7,710.80	8,079.87	9,915.79	9,554.67
进出口净额（亿美元）	377.20	404.44	-232.76	-1,286.05	-1,251.28
经常账户收入（亿美元）	11,677.15	10,903.05	10,503.27	11,363.03	10,877.87
经常账户余额（亿美元）	1,961.29	1,948.66	1,364.37	367.94	459.44
经常账户余额/GDP（%）	4.03	3.94	3.10	0.76	0.89
国际投资净头寸（亿美元）	29,090.75	28,792.43	28,150.24	30,124.01	30,933.19
国际投资净头寸/GDP（%）	59.70	58.17	64.05	62.11	60.00
外债总额（亿美元）	36,004.58	34,201.64	27,366.52	27,265.17	28,031.53
外债总额/GDP（%）	73.88	69.09	62.27	56.21	54.37
政府外债总额（亿美元）	12,170.80	10,982.82	8,790.12	8,722.15	9,092.40
政府外债在外债总额中的占比（%）	33.80	32.11	32.12	31.99	32.44
外汇储备（亿美元）	12,612.72	12,204.18	12,327.56	12,524.94	12,680.23
经常账户收入/外债总额（%）	32.43	31.88	38.38	41.68	38.81
经常账户收入/政府外债（%）	95.94	99.27	119.49	130.28	119.64
外汇储备/外债总额（%）	35.03	35.68	45.05	45.94	45.24

数据来源：世界银行、IMF、日本央行、日本财务省、日本统计局。

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 _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。