

日本

评级时间	2016年07月
政府债券评级（外币）	AA _g
评级展望	负面

联络人

分析师

张晓 010-66428877-357

xzhang@ccxi.com.cn

其他联络人

张婷婷 010-57602276

tzhang@ccxi.com.cn

概况数据

	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
人均 GDP（美元）	46,223	46,705	38,550	36,158	32,487	34,693	36,154
实际 GDP 增长率（%）	-0.5	1.7	1.4	0.0	0.5	0.4	0.4
通货膨胀率（CPI，%）	-0.2	-0.1	1.6	2.4	0.2	0.1	0.5
一般政府财政余额/GDP（%）	-9.8	-8.8	-8.5	-6.2	-5.2	-4.9	-3.9
一般政府债务/GDP（%）	231.6	238.0	244.5	249.1	248.1	249.3	249.6
一般政府利息支出/政府收入（%）	6.8	6.8	6.6	5.4	4.4	4.1	4.1
经常账户余额/GDP（%）	2.2	1.0	0.8	0.5	3.3	2.5	2.5

数据来源：CCXI 主权数据库

基本观点

中诚信国际评定日本政府外币债券信用级别为 AA_g，评级展望负面。

中诚信国际认为日本经济实力极为雄厚，人均收入水平较高，对外偿付能力很强，政府能够以极低的成本在本地资本市场融资。但是日本的经济复苏乏力，财政改革不及预期，财政赤字和政府债务规模或继续扩大，日元持续升值将削弱对外偿付实力，安倍有望跨过修宪门槛，政治不稳定性预期增强。

优势

- 经济实力雄厚，经济结构多元化；
- 国民收入及储蓄水平较高；
- 国际收支状况较有利；
- 本国居民和机构投资者的国债偏好极高。

关注

- 经济增长率低；
- 政府债务水平及财政赤字过高；
- 财政改革不及预期；
- 日元持续升值态势；
- 修宪基本条件已具备，警惕地缘政治风险。

评级观点

中诚信国际评定日本政府外币债券信用等级为 AAg。日本的经济优势来自于其雄厚的经济实力，多元化的经济结构，较强的对外偿付实力，及相对较高的国民收入和储蓄水平。然而，近年来日本经济持续低迷，复苏迹象不明显；同时，财政改革不及预期，赤字规模和政府债务或将持续扩大；日元大幅升值，可能削弱其对外偿付能力。此外，安倍有望跨过修宪门槛，预期其政治不稳定性增强。

中诚信国际认为，日本经济基础好，经济结构多元化，人均国民收入相对较高，但是其近年来的经济表现差强人意，且复苏乏力。2014 年经济为零增长，2015 年实际 GDP 增长率为 0.5%，持续疲软，日本内阁府的数据显示，2016 年一季度日本 GDP 环比增长 0.4%，复苏迹象不明显。日本人均 GDP 从 2013 年的 38,550 美元下降至 2015 年的 32,487 美元，降幅达 15.73%；持续走低的工资水平和家庭收入水平制约着私人部门的消费水平，尤其是家庭每月平均消费支出降幅明显。此外，日本央行启动激进的宽松政策以应对持续的通货紧缩，却导致了物价下跌的恶性循环。2015 年日本的通货膨胀水平仅为 0.20%，远远低于 2% 的通胀水平目标。为刺激经济，日本政府先后实施“旧三支箭”和“新三支箭”政策，但是政策效果不尽如意，加之全球经济增长的放缓，短期内难以预期日本经济的强势复苏。

中诚信国际认为，日本政府的财政实力相对适中。日本虽然经济实力雄厚，但是其财政表现不佳，且债务高企。为应对金融危机，2009 年日本政府财政赤字大幅攀升至 GDP 的 10.4%，近年来情况有所好转，但改善速度较慢。自 2014 年 4 月 1 日开始实施的第一轮消费税上调（由 5% 上调至 8%），极大地缓解了日本的财政压力，2014 年和 2015 年财政赤字的 GDP 占比明显下降，分别为 -6.2% 和 -5.2%。同时，日本在全球是政府债务占 GDP 比重最高的国家，金融危机后，其一般政府债务占 GDP 的比重由 2008 年的 191.80% 一路攀升至 2015 年的 248.10%，且通胀趋势或将持续。然而中诚信国际认为，日本政府在本土资本市场的融资能力很强，短期内发生违约风险的可能性极小。一方面，日本较高的储蓄水平、较为发达的资本市场以及日本央行长期稳定的定量宽

松的货币政策压低了日本国债收益率；另一方面，日本国债的绝大部分由本土投资者或机构持有，稳定的国债投资者群体及其强烈的国债投资偏好有力支撑了日本政府的再融资能力。

中诚信国际认为，日本的对外偿付实力较强。在经常项目方面，日本长期处于顺差国地位，2015 年，随着全球大宗商品价格下降，以及加入 TPP 对日本制造业带来的有利影响，其商品服务净出口得到改善，经常账户余额占 GDP 比重由 2014 年的 0.5% 大幅回升至 2015 年的 3.3%。同时，日本官方储备资产充足，自 21 世纪初进入高速增长期，2012 年微降后进入平稳区间。另外，日本庞大的海外投资净头寸也支持了国债需求，大大降低了国债的利率和再融资风险，使其名义收益率及波动性始终低于其他发达国家的水平。

从事件风险敏感性来看，对日本最大的担忧是政府的再融资风险和政策有效性风险。虽然短期内日本再融资出现问题的可能性不大，但沉重的财务负担将在中长期给政府财政带来很大压力。安倍经济学的“三支箭”政策并未能如期拉动日本经济增长达到预计目标，“新三支箭”的内阁政策方针仍具有较强的不确定性，需持续关注中长期内政策的有效性。

评级展望

中诚信国际对日本评级展望为负面。日本的经济实力和对外偿付能力值得肯定，但是财政改革或不及预期，且政府进一步出台宽松政策提振经济的空间有限，持续的通货紧缩和日元升值使经济增长承压，因此，对该国未来经济前景有较强担忧。

评级上调因素

如果日本政府在实现财政整顿目标、减轻债务负担和促进经济有力复苏方面能够取得积极进展，中诚信国际将考虑上调日本政府级别。

评级下调因素

如果日本政府无法实现削减基本预算赤字的目标，无法控制政府债务规模，或政府债券市场的国内偏好减弱，中诚信国际将考虑下调日本政府级别。尽管日本政府债券未来不太可能出现资金危机，但是，若政府重振

经济增长、削减财政赤字和减轻政府债务负担的政策无法达到预期效果，日本长期主权信用将受到负面影响。

最新发展

2014年10月31日，日本宣布扩容QQE，将每年的基础货币宽松规模扩大至80万亿日元，并进一步增购国债，从每年50万亿日元扩大至80万亿日元。截至2016年6月20日，日本央行已持有369.7万亿日元日本政府债券，较2014年10月初的220.3万亿日元增加了67.82%。2016年1月，日本央行加码宽松措施，宣布降息至0.10%，但激进的宽松政策不但压缩了未来的货币宽松空间，而且未达到控制通货紧缩的目标，导致了物价下跌的恶性循环。自2016年3月开始，剔除生鲜食品的核心CPI连续三个月下降，5月的同比跌幅达0.4%，创下2013年4月以来最大单月跌幅，与2%的通货膨胀目标渐行渐远。

由于日本经济未按计划重返复苏轨道，2016年6月1日，日本首相安倍晋三正式宣布再次推迟上调消费税增税（从8%调至10%），将原定于2017年4月第二次上调消费税的计划再次推迟至2019年10月，可能进一步恶化其财政状况，造成政府赤字再次扩大，预计提升财政赤字占比近1%。同时，这为政府实现“2018年赤字占GDP之比为1%”和“2010年实现财政盈余”的财政改革增加了难度，或严重损害政府的公信力。同时，在加大财政刺激力度和延迟上调消费税的背景下，日本政府债务或将继续膨胀，且国债收益率由正转负为扩大举债规模提供了动力和可能性。中诚信国际预计，2016年末日本政府债务占GDP的比重或升至250%。

2015年，国际大宗商品价格下滑和日元贬值一度推升日本出口企业的收益上升和股价上涨，带动了就业和加薪。不过，2016年以来，对海外经济减速的担忧导致日元持续升值近15%，带动日本出口持续下滑，至5月首度出现贸易逆差，日元贬值效果渐失。未来伴随着英国脱欧的影响持续发酵，以及美联储暂缓加息，作为避险资产的日元可能在一段时间内维持升值态势。伴随着大宗商品的价格回升，或将推动日本制造业成本上升，进一步削弱商品服务的出口竞争力和盈利能力，恶化其经常项目并给日本政府的对外偿付能力造成负面影响。

跨太平洋伙伴关系协定（TPP）于2016年2月初由包括日本在内的12国正式签署，此协议的签订有望将日本GDP推高近14万亿日元，约合GDP的3%，较2013年年初的预估提高了4倍之多。若协议条款能够推动外企进入日本市场，将会带动日本国内投资和就业的增加，然而对于日本长期依赖于财政补贴和贸易保护的农业势必产生一定冲击，或将迫使农业进行改革，TPP最终带来的利弊仍需时间的检验。

政治方面，日本于2016年7月11日公布参议院选举结果，自民党、公明党、大阪维新会、珍视日本之心党以及赞成修宪的无党派议员合计议席达到参议院三分之二以上。因目前执政联盟在众议院掌握三分之二以上议席，修改宪法的基本条件已具备。7月12日，南海仲裁结果公布，可能加剧南海的紧张局势。安倍推进修宪进程和南海问题将引发对日本地缘政治风险的进一步担忧。同时，安倍表示将开始计划一系列补充经济刺激举措，但政策有效性仍有较大不确定性，中诚信国际后续也将保持密切关注。

附表：信用等级符号及定义

等级符号	含义
AAA _g	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA _g	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A _g	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB _g	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB _g	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B _g	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC _g	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC _g	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C _g	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA_g 级，CCC_g 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限公司
(穆迪投资者服务公司成员)
地址: 北京市复兴门内大街 156 号
北京招商国际金融中心 D 座 7 层
邮编: 100031
电话: (+8610) 66428877
传真: (+8610) 66426100
网址: <http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
An Affiliate of Moody's Investors Service
ADD: 7TH Floor, Tower D.
Beijing Merchants International Finance Center
No.156,Fuxingmennei Avenue,Beijing,PRC.100031
TEL: (+8610) 66428877
FAX: (+8610) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>