



评论 | 日本为何没有爆发 债务危机？



赵梓彤（中国建设银行金融市场部市场研究处）

债务问题可谓是全球经济的核心话题，发达经济体已经是多年债务积欠，美国的总债务规模达到了 22.4 万亿美元，新兴市场国家的债务造成的全球风险问题，也已经连续数年预警了。全球债务如此之高，以至于当前出现了 MMT 理论，以无限制本币发行来应对债务清算问题，该理论甚至以日本为例说明可行性。日本的确是个高负债经济体，根据国际清算银行数据，截至 2018 年三季度，日本总负债（不含金融部门）高达 17.9 万亿美元，占其 GDP 的 370%。另外，按目前 1.26 亿的总人口计算，日本国民的人均负债额约为 14 万美元。国际货币基金组织（IMF）表示日本是主要发达国家中公共债务负担最重的国家。自 1997 年至 2017 年，日本债务增长了 46%，但同期名义 GDP 仅增长了 2%。尽管如此，在过去 20 年的债务增长过程中，日本不仅发债一路畅行，没有发生像葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙那样的债务危机，也没有出现美国那样的财政悬崖或者政府停摆的尴尬。为何面对长期的低速经济增长与高速债务扩张，国际市场仍然相信日本的偿债能力？日本的确有独特之处，但是并非是 MMT 理论的实践者。

首先，重要原因自然是日本的债务构成中，大部分是面向国内投资者，而面向国际市场融资的外债规模较小。截至 2017 年，日本外债仅占全部债务的 12%。

但对于这部分外债，日本其实有足够的海外资产作为支撑。传统的债

务偿还能力指标是外储/短期外债，用于衡量在极端时刻一国动用国际储备资产来偿还外债的能力。一般情况下，要求外储至少要 100%覆盖短期外债。自 2016 年以来，日本的外汇储备已不足以完全覆盖其短期外债，但日本的特殊之处就在于该指标并不能准确地刻画日本的偿债能力。

由于日本长期实行零利率甚至负利率政策，大量日本家庭不甘于国内微薄的利息收入，纷纷将资金投向海外金融市场赚取高额收益。因此，日本拥有大规模高流动性的海外金融资产，外储在海外总资产中的占比持续下降，截至 2018 年仅占 13%。从海外资产结构上看，日本、韩国、欧元区均为外向型经济体，其中，欧元区海外资产中直接投资占比较高，韩国的直接投资、证券投资与官方储备占比较为均衡，而日本的证券投资占比明显偏高。鉴于证券资产流动性大幅好于直接投资，因此，衡量日本偿债能力的更好指标应当是海外资产/外债。该指标近年始终保持在 400%上方，表明日本外债有足够的海外资产作为支撑，短期无忧。

此外，截至 2018 年，日本持有的海外净资产总额达 3.1 万亿美元，较 1997 年增长了 224%。大量的海外净资产极大地稳定了投资者的信心，为日本赢得了持续稳定且良好的国际信用评级，从而使日本能够长期以低利率借到资金。

日本的外债情况虽无近忧，但有远虑。自 2014 年以来，日本外债的增速持续高于海外资产的增速。若未来日本经济增速仍然低迷，相应国民收入增长缓慢，海外资产增速将持续保持低位，而外债快速扩张，长此以

往，海外资产可能也难以支撑其外债扩张。目前日本的净资产规模已较峰值下滑，所以虽然过去没有，但是不排除未来日本出现债务危机的可能。

第二，除去外债，日本债务中剩余近 90%均是面向国内市场融资的内部债务。其中，国债体量最大。日本面向本国市场发行的国债在内部债务总额中的占比持续攀升，已从 2003 年的 34%升至 2017 年的 51%，成为内部债务中最大的组成部分。

而在日本境内的国债市场上，日本央行是最大“买家”，是日本内部债务的主要融资方。截至 2018 年底，日本央行持有 48%的国债余额。目前日本央行实行收益率曲线控制政策，如果 10 年期国债收益率高于 0.2%，日本央行将购买国债以降低收益率。目前来看，日本央行持有国债的占比或将持续上升，这损害国债市场的活跃度和流动性。

随着持续购买国债，日本央行的资产负债表也不断扩张，2018 年底其占 GDP 的比重已达 101%。预计只要日本通胀水平难以达到 2%的目标，日本央行就不轻易停止 QQE 或进行缩表。但日本央行的扩表过程本质上仍然是财政政策不断显能的过程，因为持续积极的财政支出有助于帮助日本

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31929

